

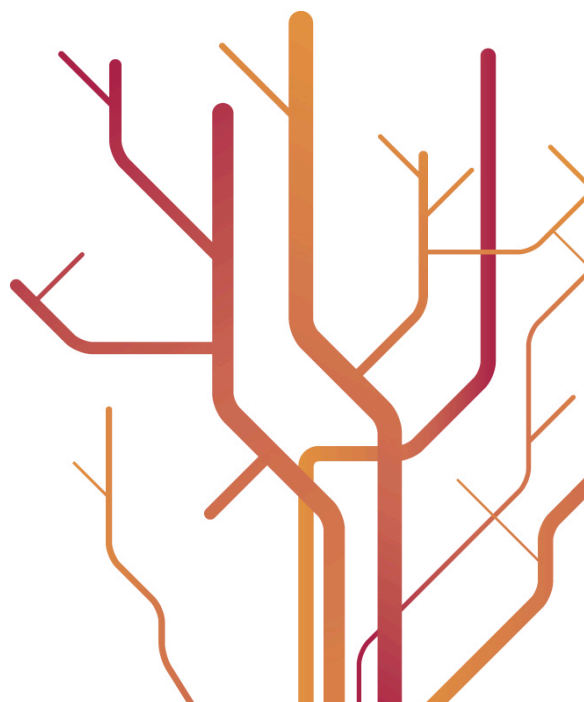
Verdivurdering av Tank Design Tromsø AS



Mads Bratteng Stagrum

Mastergradsoppgave i økonomi og administrasjon
- studieretning bedriftsøkonomi (30 studiepoeng)

Mai 2011



Forord

Denne masteroppgaven markerer slutten på fem innholdsrike år ved Universitetet i Tromsø og Handelshøgskolen i Tromsø. Studietiden og arbeidet med oppgaven har vært veldig lærerikt, og har gitt meg ny kunnskap innen en rekke fagområder og problemstillinger.

Jeg vil takke min veileder førstelektor Bernt Arne Bertheussen for gode innspill og tilbakemeldinger underveis i prosessen. Du har fått meg på rett spor når jeg har gått meg fast. Jeg vil også rette en stor takk til Bjørn Viggo Ottem og Bernt Birger Ottem i Tank Design Tromsø AS. Dere har vært fleksible og imøtekommende gjennom hele prosessen. Jeg vil også takke mine medstudenter. Studietiden ville ikke vært den samme uten dere.

Til slutt vil jeg spesielt takke familie og venner for støtte og motivasjon gjennom hele studietiden. Dere har gitt meg gode råd underveis og har hatt troen på at jeg skulle komme i mål.

Tromsø, 14. mai 2011

A handwritten signature in black ink, appearing to read 'Mads B. Stagrum', with a stylized flourish at the end.

Mads Bratteng Stagrum

Sammendrag

Målet med denne masteroppgaven er å foreta en verdivurdering av Tank Design Tromsø AS pr. 31.12.2010. Selskapet er et av de ledende designbyråene i Nord-Norge med høy kompetanse innen grafisk og visuell kommunikasjonsdesign. Tank ble etablert i Tromsø i 2002, og har siden den tid levert solide årsresultat hvert år. De har vunnet en rekke designpriser, hvor fem av disse er Merket for god design for Macks Ølbryggeri AS og Halvors Tradisjonsfisk AS. Tank er et selskap i høy vekst og har mange spennende år foran seg.

Oppgavens problemstilling er:

”Hva er verdien av Tank Design Tromsø AS pr. 31.12.2010?”

For å samle inn nødvendig informasjon til verdivurderingen av Tank, har jeg benyttet både primær – og sekundærdata. Primærdata bestod av et kvalitativt dybdeintervju med daglig leder av Tank. Det ble stilt spørsmål rundt historien til Tank, deres nærmeste konkurrenter, fremtidsutsikter og strategi. Sekundærdata er data utviklet av andre. Bruken av sekundærdata i oppgaven er regnskapsdata for Tank og deres største konkurrenter.

Det er i oppgaven gjennomført en strategisk analyse og en regnskapsanalyse av Tank. Disse analysene skal bygge opp under og gi en mer grundig verdivurdering av selskapet. Funnene i den strategiske analysen viser at det viktigste konkurransefortrinnet til selskapet er de ansatte og deres kunnskap innen design. Humankapitalen representerer de ansattes kunnskap og er en del av kunnskapskapitalen til selskapet. Siden få kunder står for over en tredjedel av inntektsgrunnlaget til selskapet, vil det være kritisk hvis en eller flere av disse velger å gå over til et konkurrerende designbyrå. Det vil derfor være viktig å opprettholde de gode kundeforholdene Tank har bygget opp gjennom mange år.

Regnskapsanalysen viser at Tank er et solid selskap med god lønnsomhet. Da eierne valgte å overføre det høye årsresultat i 2010 til annen egenkapital i balansen, forbedret egenkapitalen seg betydelig i selskapet. Av dette følger også en økning i egenkapitalandelen og en lavere gjeldsgrad. I forhold til konkurrentene har de en god lønnsomhet hvor driftsmarginen og rentabiliteten er svært høy. Selv om likviditetsgrad 1 ikke oppfyller kravet på over 2, har Tank en tilfredsstillende likviditet.

I oppgaven har jeg valgt å ha fokus på de inntjeningsbaserte modellene. Verdivurderingen av Tank er gjort ved hjelp av egenkapital – og total kapitalmetoden og EVA-metoden.

Utredningen konkluderer med at verdien av Tank varierer fra 11,7 millioner kr til 13,3 millioner kr med en gjennomsnittlig verdi av selskapet på ca. 12,7 millioner kr. Den gjennomsnittlige verdien pr. aksje er på 93 468 kr. Egenkapitalmetoden gir en verdi på selskapet på nesten 13,3 millioner kr, mens total kapitalmetoden har verdsatt selskapet til ca. 13,2 millioner kr. EVA-metoden ga den laveste verdien på i overkant av 11,7 millioner kr. Ved å ikke inkludere terminalverdien i verdiberegningene, reduseres verdiestimatene med mellom 39 % og 42,7 %.

Siden flere av postene i de prognostiserte kontantstrømmene er beheftet med usikkerhet, er det i oppgaven gjennomført en sensitivitetsanalyse av Tank. Denne analysen skal finne ut hvor sensitiv verdiestimatene er for endringer i ulike faktorer. De faktorene som hadde størst påvirkning på verdiestimatene, uavhengig av verdsettingsmetode, var endring i avkastningskrav, driftsinntekter og kostnader. Når veksten i driftsinntektene endres fra 5 % til 6 %, øker verdiestimatet beregnet ved hjelp av egenkapitalmetoden med 20,8 %. Endring i arbeidskapital har minst påvirkning på verdiestimatene. Årsaken til dette skyldes blant annet at arbeidskapitalen i utgangspunktet er lav i selskapet, og har dermed liten påvirkningskraft på resultatet. I tillegg er arbeidskapital ikke en del av EVA-metoden.

Nøkkelord: verdivurdering, Tank, strategisk analyse, regnskapsanalyse, egenkapitalmetoden, total kapitalmetoden, EVA-metoden

Innholdsfortegnelse

1. Innledning	1
1.1 Formålet med oppgaven.....	1
1.2 Bakgrunn for valg av tema og problemstilling	1
1.3 Nytte av studien	2
1.4 Avgrensning	2
1.5 Struktur i oppgaven.....	3
2. Verdssettelsesteori	5
2.1 Inntjeningsbaserte modeller	5
2.1.1 Kontantstrømbaserte modeller.....	5
2.1.2 Dividendemodellen.....	9
2.1.3 Multiplikatormodellen	10
2.2 Avkastningskrav	12
2.2.1 Kapitalverdimodellen (CAPM)	12
2.2.2 Avkastningskravet til total kapitalen (WACC).....	15
2.3 Verdssetting av kunnskapskapital	16
2.3.1 Rapportering av kunnskapskapital.....	18
2.4 Diskusjon og valg av verdssettingsmetode.....	20
3. Forskningsmetode	22
3.1 Eksplorerende design	22
3.1.1 Casestudie.....	23
3.2 Metode	23
3.2.1 Kvalitativ og kvantitativ metode	23
3.2.2 Intervju.....	24
3.2.3 Primær - og sekundærdata	26
3.3 Kvalitetskrav til forskningsmetoden	26
4. Tank Design Tromsø AS og designbransjen	29
4.1 Tank Design Tromsø AS.....	29
4.1.1 Prisbelønte prosjekter	31
4.1.2 Økonomisk stilling	32
4.2 Designbransjen og konkurrentene.....	32
5. Strategisk analyse	34
5.1 Verdiverksted	34
5.1.1 Primæraktiviteter	35
5.1.2 Støtteaktiviteter.....	37

5.2 PESTEL-analyse	39
5.2.1 Politiske forhold	39
5.2.2 Økonomiske forhold	40
5.2.3 Teknologiske forhold.....	41
5.3 Porters konkurransemodell	42
5.3.1 Eksisterende bransjekonkurrenter.....	42
5.3.2 Leverandørens makt.....	43
5.3.3 Kundernes makt	44
5.3.4 Trusselen fra potensielle inntrengere.....	45
5.3.5 Trusselen fra substitutter.....	47
5.4 SWOT-analyse	47
5.4.1 Styrker (S).....	48
5.4.2 Svakheter (W).....	48
5.4.3 Muligheter (O).....	49
5.4.4 Trusler (T).....	49
6. Regnskapsanalyse.....	51
6.1 Likviditetsanalyse	51
6.1.1 Likviditetsgrad 1	51
6.1.2 Likviditetsgrad 2	52
6.2 Soliditetsanalyse	53
6.2.1 Egenkapitalandel i prosent.....	53
6.2.2 Gjeldsgrad.....	55
6.3 Lønnsomhetsanalyse	56
6.3.1 Driftsmargin i prosent.....	56
6.3.2 Totalkapitalrentabilitet.....	57
6.3.3 Egenkapitalrentabilitet etter skatt	58
6.3.4 Overskuddsgrad	60
6.4 Konklusjon av regnskapsanalysen	61
7. Estimering av fremtidig utvikling.....	62
7.1 Lengden på prognoseperioden	62
7.2 Driftsinntekter	62
7.3 Varekostnad	63
7.4 Lønnskostnader	64
7.5 Andre driftskostnader.....	64
7.6 Netto finansposter	65
7.7 Investeringer	65

7.8 Avskrivninger	66
7.9 Arbeidskapital	66
7.10 Fremtidsregnskap	68
7.11 Evig vekst.....	68
8. Verdivurdering av Tank Design Tromsø AS	70
8.1 Avkastningskravet til egenkapitalen	70
8.1.1 Integrert risikoanalysemodell	70
8.1.2 Risikofri rente	72
8.1.3 Beregning av avkastningskravet etter risikoanalysemodellen	72
8.1.4 Markedets risikopremie	73
8.1.5 Likviditetspremie	73
8.1.6 Beregning av avkastningskravet etter CAPM.....	74
8.2 Avkastningskravet til totalkapitalen (WACC)	74
8.3 Verdivurdering ved bruk av egenkapitalmetoden	75
8.4 Verdivurdering ved bruk av totalkapitalmetoden	77
8.5 Verdivurdering ved bruk av EVA – metoden	78
8.6 Oppsummering av verdiestimatene.....	80
8.7 Sensitivitetsanalyse	81
8.7.1 Endring i evig vekstfaktor	81
8.7.2 Endring i avkastningskravet	82
8.7.3 Endring i arbeidskapital	83
8.7.4 Endring i driftsinntekter.....	84
8.7.5 Endring i kostnader	85
8.7.6 Endring i driftsinntekter og kostnader	86
9. Diskusjon.....	88
10. Konklusjon.....	92
Referanseliste.....	93
Vedlegg	98
Vedlegg 1: Intervjuguide	98
Vedlegg 2: Resultatregnskap og balanse for 2005 til 2010.....	100

Figurliste

Figur 1: Fremgangsmåte for verdivurderingen av Tank.....	4
Figur 2: Finansiell kapital og kunnskapskapital (Gottschalk, 2003).....	16
Figur 3: Modell for rapportering av ikke-finansiell informasjon (NFF, 2002).....	19
Figur 4: Kvalitativ og kvantitativ metode (Jacobsen, 2005).....	23
Figur 5: Fimalogo (Tank).....	29
Figur 6: Organisasjonskart av Tank Design Tromsø AS.....	30
Figur 7: Verdiverkstedet (Roos et al., 2005).....	35
Figur 8: Forventet utvikling i styringsrenten (Norges Bank).....	40
Figur 9: Norgeskart og BNP (SSB).....	41
Figur 10: Porters konkurransemodell (Porter, 1980).....	42
Figur 11: Likviditetsgrad 1.....	52
Figur 12: Likviditetsgrad 2.....	53
Figur 13: Egenkapitalandel i prosent.....	54
Figur 14: Gjeldsgrad.....	55
Figur 15: Driftsmargin i prosent.....	56
Figur 16: Totalkapitalrentabilitet.....	58
Figur 17: Egenkapitalrentabilitet etter skatt.....	59
Figur 18: Overskuddsgrad.....	60
Figur 19: Forventet utvikling i KPI (Norges Bank).....	68
Figur 20: Endring i evig vekstfaktor.....	82
Figur 21: Endring i avkastningskravet.....	83
Figur 22: Endring i arbeidskapital.....	84
Figur 23: Endring i driftsinntekter.....	85
Figur 24: Endring i kostnader.....	86
Figur 25: Endring i driftsinntekter og kostnader.....	87

Tabelliste

Tabell 1: Oversikt over inntekt og resultat for Tank i perioden 2005 til 2010.....	32
Tabell 2: Inntekt og resultat for Tank og konkurrentene i perioden 2005 til 2009	33
Tabell 3: Konkurrenttabell (2009).....	43
Tabell 4: Viktige kunder for Tank.....	45
Tabell 5: Driftsinntekter	62
Tabell 6: Varekostnad	63
Tabell 7: Lønnskostnader	64
Tabell 8: Andre driftskostnader.....	64
Tabell 9: Netto finansposter	65
Tabell 10: Investeringer.....	65
Tabell 11: Avskrivninger.....	66
Tabell 12: Avskrivning i prognoseperioden.....	66
Tabell 13: Arbeidskapital	67
Tabell 14: Endring i arbeidskapital i prognoseperioden.....	67
Tabell 15: Fremtidsregnskap for Tank (2011 til 2017)	68
Tabell 16: Prognoser over den fremtidige utviklingen i Norge (SSB).....	69
Tabell 17: Integreert risikoanalysemodell (Dahl et al., 1997).....	71
Tabell 18: Risikotillegg (Dahl et al., 1997).....	72
Tabell 19: Avkastningskrav til egenkapitalen	72
Tabell 20: Avkastningskravet til egenkapitalen (CAPM) med ulike beta-verdi	74
Tabell 21: Egenkapital - og gjeldsandel	75
Tabell 22: Avkastningskravet til totalkapitalen (WACC)	75
Tabell 23: Kontantoverskudd til egenkapitalen.....	76
Tabell 24: Verdi av Tank ved bruk av egenkapitalmetoden.....	76
Tabell 25: Verdiestimert pr. aksje ved bruk av egenkapitalmetoden.....	76
Tabell 26: Kontantoverskudd til totalkapitalen	77
Tabell 27: Verdi av Tank ved bruk av totalkapitalmetoden	78
Tabell 28: Verdiestimert pr. aksje ved bruk av totalkapitalmetoden	78
Tabell 29: Budsjettert bokført egenkapital og krav til avkastning av egenkapitalen	79
Tabell 30: Fremtidige superprofitter	79
Tabell 31: Verdi av Tank ved bruk av EVA-metoden.....	79
Tabell 32: Verdiestimert pr. aksje ved bruk av EVA-metoden	80
Tabell 33: Oppsummering av verdiestimertene	80
Tabell 34: Verdien av Tank uten terminalverdi	81
Tabell 35: Verdien av Tank ved bruk av tre verdsettelsesmetoder	90

Forkortelser benyttet i oppgaven

β = Beta

β_E = Egenkapitalbeta

CAPM = Capital Asset Pricing Model, Kapitalverdimodellen

D_1 = Dividende/utbytte, verdi siste prognoseår

EBITDA = Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, Amortization

$E(r_m)$ = Forventet avkastning ved investering i markedsporteføljen

EV = Enterprise Value

EVA = Economic Value Added

g = evig vekstfaktor

K = avkastningskrav

K_E = Avkastningskrav til egenkapitalen

K_G = Gjeldskostnad (Gjeldsrente/lånerente)

K_T = Avkastningskrav til totalkapitalen

Korr = Kovarians

KO = Kontantoverskudd

NOPLAT = Net Operating Profit Less Adjusted Taxes

Offanskl. = Lov om offentlige anskaffelser

P_0 = Terminalverdi/verdi pr. aksje på verdsettelsestidspunktet

P/E = Price/Earning

P/B = Pris/Bok

R_f = Risikofri rente

Rskl. = Regnskapsloven

s = skattesats (28 %)

Sktl. = Skatteloven

std = standardavvik

SWOT = Strengths Weakness Opportunities Threats

T = tidspunkt

WACC = Weighted Average Cost of Capital, Totalkapitalmetoden

1. Innledning

1.1 Formålet med oppgaven

Formålet med denne masteroppgaven er å utføre en verdivurdering av Tank Design Tromsø AS pr. 31.12.2010 (heretter forkortet til Tank). Når verdien av Tank skal fastsettes, vil jeg bruke ulike verdsettingsmetoder hentet fra økonomisk teori. En gjennomgang av de mest sentrale metodene vil bli redegjort for senere i oppgaven.

1.2 Bakgrunn for valg av tema og problemstilling

Næringslivet i Norge består av en rekke små og mellomstore virksomheter spredt over hele landet. I Norge er 51,4 % av alle virksomheter organisert som et aksjeselskap [1].

Virksomhetene opererer i markeder som stadig er i endring, og med bakgrunn i dette har verdivurdering fått stadig større oppmerksomhet de senere år. Bedriftene er utsatt både for salg, oppkjøp, fusjoner og fisjoner og (Boye og Meyer, 2008).

Jeg har valgt å skrive min mastergradsoppgave innenfor verdivurdering, da dette er et tema jeg finner veldig interessant, samtidig som jeg ønsker å få mer kunnskap rundt verdsettingsprosessen. Temaet trekker inn flere fag jeg tidligere har hatt ved Handelshøgskolen i Tromsø. Det være seg strategi, finansregnskap, investering og finansiering. I tillegg er en verdivurdering et viktig ledd i strategiarbeidet og ved budsjettering.

Det er flere grunner til at Tank er valgt som case for denne masteroppgaven. Tank har vist seg å være en solid virksomhet gjennom mange år, og deres arbeid innen design har fått stor oppmerksomhet både i inn – og utland. De er et selskap i høy vekst og har mange spennende år foran seg. Tank startet opp sitt kontor i Tromsø i 2002 og har etablert seg som et av landsdelens største og ledende designbyrå med høy kompetanse innen grafisk og visuell kommunikasjonsdesign. Tank har i den senere tid mottatt en rekke designpriser, hvor noen av de største er Designpreis Deutschland for Halvors (Halvors Tradisjonsfisk AS) og Pentawards for Gullmack og Bokøl (Macks Ølbryggeri AS).

Den positive veksten til selskapet skyldes flere faktorer. En av de viktigste faktorene er de ansattes kunnskap innen design og hvordan de ser det unike hos kundene. Fremtidig vekst i driftsinntekter og resultat kan være truet hvis de ansatte slutter og starter hos en av

konkurrentene til Tank. For å sikre at de ansatte blir værende i selskapet, vil en mulighet være å få en eller flere av de ansatte med på eiersiden. Det vil derfor være viktig å etablere et utgangspunkt i forhandlingene mellom de ansatte og eierne. En verdivurdering er i denne sammenhengen helt sentral. I tillegg vil en verdivurdering gi en rettesnor for hvor mye som bør betales for hver aksje.

Med den brede mediedekningen i forbindelse med tildeling av designpriser og offentlige anbud, vil det være naturlig at eksterne investorer ønsker å ta del i den positive utviklingen til Tank. Det vil derfor være viktig for eierne av Tank å få en verdivurdering av selskapet, slik at de står sterkere i en eventuell forhandlingsituasjon.

For å kunne gi svar på hva verdien av Tank er, må det utarbeides en problemstilling. Følgende problemstilling er utarbeidet med bakgrunn i redegjørelsen ovenfor:

”Hva er verdien av Tank Design Tromsø AS pr. 31.12.2010?”

1.3 Nytte av studien

Da målet med denne oppgaven er å sette en verdi på Tank med utgangspunkt i ulike verdsettingsmetoder, mener jeg at det er flere som vil dra nytte av denne studien. Potensielle investorer, ansatte, eierne, kunder, leverandører, næringslivet i regionen og media er noen av de som kan ha interesse av denne verdivurderingen. I tillegg kan eierne av Tank bruke denne verdivurderingen som et verktøy og et ledd i strategiske avgjørelser i fremtiden.

1.4 Avgrensning

Avgrensningen i oppgaven følger av bransjen Tank befinner seg i. Designbransjen er en liten bransje i Norge, hvor ingen av selskapene er notert på børs. En slik mangel av børsnoterte selskap vil gjøre at sammenligning av selskaper blir vanskeligere, og noen av de nøkkeltallene som vil bli analysert i oppgaven, vil være basert på skjønsmessige vurderinger og antagelser. Siden det også eksisterer et aksjeselskap i Oslo med Tank i selskapsnavnet, velger jeg å holde dette selskapet utenfor oppgaven for å unngå forvirringer.

Det finnes en rekke verdsettingsmetoder og det ville vært ideelt å benytte så mange av disse som mulig i verdivurderingen av Tank. På grunn av størrelsen på selskapet og hvordan virksomheten har organisert sine eiendeler, egenkapital og gjeld, vil noen verdsettingsmetoder ikke være egnet å bruke i så henseende.

I kapittel 8 er alle kalkuleringer i forbindelse med verdifastsettelsen av Tank gjort i Excel. I tillegg har jeg valgt å vise funnene ved å avrunde til nærmeste hele tall, noe som innebærer at desimaler ikke vil bli vist. I de andre delene av oppgaven vil verdiestimatene bli referert til ved avrundinger og desimaler.

1.5 Struktur i oppgaven

Det er viktig å ha en oversiktlig struktur i oppgaven. Studien vil bestå av i alt 10 kapitler inkludert dette innledningskapitlet. Kapitlene vil ha følgende innhold:

Kapittel 2 presenterer det teoretiske grunnlaget for oppgaven. Her vil det redegjøres for ulike verdsettingsmetoder og hvordan kunnskapskapital bør verdivurderes. I tillegg vil kapitlet redegjøre for hvilke metoder som vil bli brukt i selve verdivurderingen av Tank.

Kapittel 3 redegjør for forskningsdesign og – metode som skal ligge til grunn i datainnsamlingen for oppgaven.

I *Kapittel 4* vil det bli sett nærmere på historien til Tank og hvor selskapet står i dag. I tillegg vil det redegjøres for bransjen Tank opererer i, og hvem som er de største konkurrentene.

Kapittel 5 ser nærmere på ulike risikoaspekter knyttet til selskapets fremtidige kontantstrømmer. En strategisk analyse av de eksterne og interne forholdene til selskapet vil bli gjennomført i dette kapitlet.

Kapittel 6 inneholder regnskapsanalysen av Tank hvor sentrale nøkkeltall blir beregnet og analysert for de siste regnskapsårene. Analysen trekker også inn noen av de nærmeste konkurrentene til Tank.

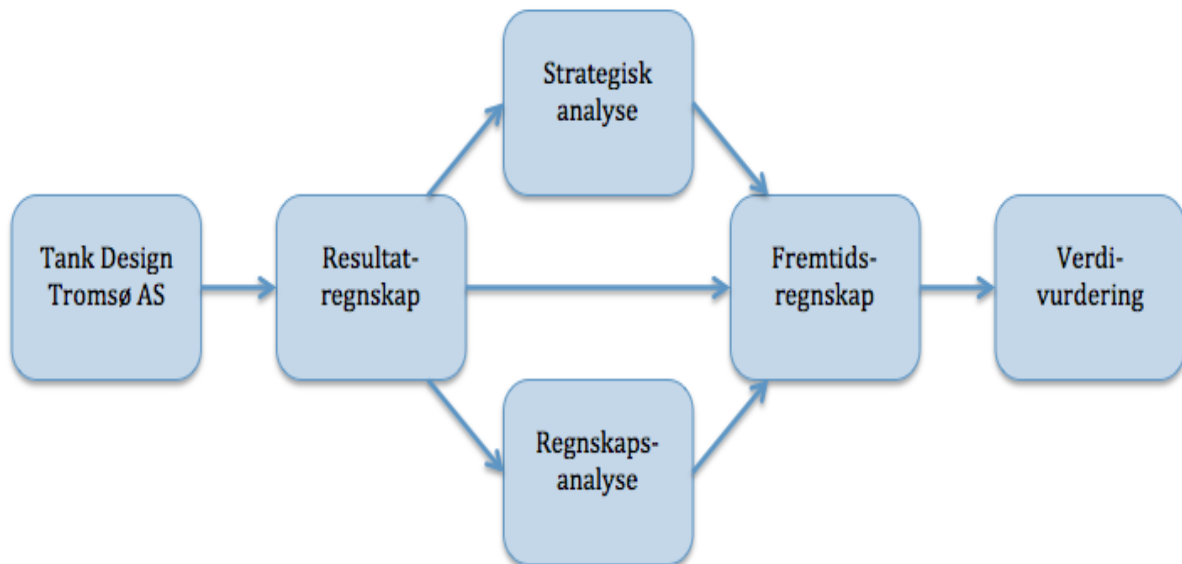
I *kapittel 7* vil det bli gjennomført en estimering av den fremtidige utviklingen til selskapet. Estimeringen vil basere seg på funnene i tidligere årsregnskap, den strategiske analysen og regnskapsanalysen. Sluttresultatet vil være et fremtidsregnskap.

I *Kapittel 8* skjer selve verdivurderingen av Tank. Her vil det gjennomføres beregninger av avkastningskravet til egen – og totalkapitalen. Videre vil kapitlet beregne verdien av selskapet ved hjelp av ulike verdsettingsmetoder. Til slutt i kapitlet vil sensitivitetsanalysen bli presentert.

Kapittel 9 vil inneholde en diskusjon av funnene fra den strategiske analysen, regnskapsanalysen og verdivurderingen.

Kapittel 10 trekker en konklusjon i forhold til besvarelsen av den valgte problemstillingen.

For å illustrere fremgangsmåten i oppgaven på en annen måte, har jeg valgt å lage figuren under. Fremgangsmåten i verdivurderingen av Tank vil i korte trekk bestå av følgende deler:



Figur 1: Fremgangsmåte for verdivurderingen av Tank

2. Verdsettelsesteori

”There’s no disputing that value is the defining metric in a market economy. (...) Therefore, knowing how to create and measure value is an essential tool for executives” (Koller, Dobbs og Huyett, 2011, s. 3).

Da målet mitt er å sette en verdi på selskapet pr. 31.12.2010, kan dette gjøres ved å benytte ulike verdsettelsesmetoder. Det finnes to hovedgrupper av metoder for verdivurdering av selskap: de inntjeningsbaserte og de balansebaserte modellene. I denne oppgaven er det valgt å ha fokus på de inntjeningsbaserte modellene, siden de gir en mer grundig vurdering av selskapet. I tillegg vil verdsetting av kunnskapskapital bli gjennomgått. En diskusjon og valg av metode følger til slutt i kapittelet.

2.1 Inntjeningsbaserte modeller

De inntjeningsbaserte modellene finner verdien av selskapet på grunnlag av den forventede fremtidige inntjeningen. De kontantstrømbaserte modellene, dividende – og multiplikatormodellen er de vanligste og mest brukte i denne sammenhengen, og vil bli nærmere gjennomgått i det følgende.

2.1.1 Kontantstrømbaserte modeller

Kontantstrømbaserte modeller er de mest brukte metodene når selskaper skal verdivurderes og utgjør fundamentet for andre verdsettelsesmetoder (Damodaran, 2002). Egenkapital – og total kapitalmetoden er de vanligste kontantstrømbaserte modellene. En alternativ metode er EVA-metoden. Noe av det som gjør kontantstrømbaserte modeller så populære, er at de baserer verdiberegningene på de underliggende verdidriverne i selskapet. De kontantstrømmer virksomheten genererer gjennom sitt virke, er det som gir en bedrift verdi (Damodaran, 2002). For å finne nåverdien av kontantstrømmene, må det benyttes en diskonteringsfaktor (avkastningskrav). Diskonteringsfaktoren reflekterer risikoen knyttet til kontantstrømmene (Penman, 2007).

Utgangspunktet for verdivurderingen er tidligere års regnskapstall. Det er vanlig praksis å benytte regnskapstall for de 3 til 5 siste årene for å prognostisere fremtiden. Nøyaktig hvor mange historiske regnskapsår man skal benytte seg av, avhenger blant annet av hvor lenge selskapet har eksistert. Før en begynner med beregningen av fremtidige kontantstrømmer, må en også ha avklart hvor lang prognoseperioden skal være. Ulike forfattere legger opp til

forskjellig lengde på prognoseperioden. Koller, Goedhart og Wessels (2005) argumenterer for at prognostiseringen bør ha en lengde på 10 til 15 år. Prognoseperioden skal være så lang at en selv er komfortabel med å prosjektere veksten i den påfølgende verdiperioden. Boye og Meyer (2008) sier at normen for lengden på prognoseperioden er 5 til 15 år. Man bør legge til grunn at desto lengre tidshorisont man velger, dess høyere usikkerhet kan knyttes til verdivurderingene. For kort estimeringsperiode kan føre til at verdianslaget på selskapet blir unormalt lavt (Koller, Goedhart og Wessels, 2005).

Det vil være svært vanskelig å prognostisere kontantoverskudd for all fremtid. Derfor er det vanlig å dele verdianslaget opp i to perioder; en prognoseperiode og en periode med evig vekst, en såkalt ”steady state”. Faktorer som påvirker tiden før en er i ”steady state”, er blant annet selskapets posisjon på livssyklusstadiet og volatiliteten til verdidriverne i selskapet. I prognoseperioden må følgende formel brukes for å beregne nåverdien av de prognostiserte kontantoverskuddene:

$$\text{Nåverdi av } KO = \frac{KO}{(1 + k)^t}$$

hvor:

KO = Kontantoverskudd til egen – eller total kapitalen

k = avkastningskrav til egen – eller total kapitalen

Når lengden på prognoseperioden er fastlagt og kontantoverskuddene er beregnet og neddiskontert til nåverdi, er neste steg å finne verdien utover denne prognoseperioden. I starten av perioden ser man på en rekke faktorer rundt selskapets regnskapstall. Dette vil være lite hensiktsmessig lengre frem i tid. Dermed konsentrerer man seg bare om de viktigste postene, og kommer frem til en evig vekstfaktor for selskapet (Koller, Goedhart og Wessels, 2005). Terminalverdi er verdien av selskapet ved prognoseperiodens slutt, hvor selskapet går over i steady state. Terminalverden beregnes ved å trekke inn evig vekstfaktor og et avkastningskrav (Damodaran, 2002). Terminalverdien finnes ved bruk av Gordons formel:

$$P_0 = \frac{D_1}{k - g}$$

(Boye og Meyer, 2008)

hvor;

P_0 = Terminalverdi

D_1 = verdi i siste prognoseår

g = evig vekstfaktor

Gordons formel kan skrives noe om til å se slik ut:

$$\frac{D_1 * (1 + g)}{\frac{k - g}{(1 + k)^t}}$$

hvor:

$(1+k)^t$ = nåverdi av terminalverdien

Egenkapitalmetoden

Egenkapitalmetoden finner kontantoverskuddet til egenkapitalen. Metoden tar utgangspunkt i resultat etter skatt, og inneholder følgende poster hentet fra Boye og Meyer (2008):

Resultat etter skatt
+ Avskrivninger
- Anleggsinvesteringer
- Økning i omsetningsavhengige omløpsmidler
+ Økning i omsetningsavhengig kortsiktig gjeld
+ Økning rentebærende gjeld
= Kontantoverskudd til egenkapitalen

Endring i omsetningsavhengige omløpsmidler og kortsiktig gjeld kan også betegnes som endring av arbeidskapital. Ved beregning av kontantoverskuddet i kapittel 8, vil jeg benytte endring i arbeidskapital som notasjon. Grunnen til at avskrivninger legges til, er at avskrivninger ikke medfører utbetalinger og at avskrivningene er trukket fra når resultatregnskapet er satt opp for å finne resultatet etter skatt. Det motsatte skjer ved anleggsinvesteringer. Disse investeringene må trekkes fra, fordi de medfører utbetalinger da de ikke inngår i resultatregnskapet. Størrelsen på anleggsinvesteringer finnes på følgende måte: $\text{anleggsinvesteringer} = \text{UB investeringer} + \text{avskrivninger} - \text{IB investeringer}$. Hvis det i løpet av perioden er økning i omsetningsavhengige omløpsmidler (kundefordringer og varelager), må økningen trekkes fra når kontantoverskuddet til egenkapitalen skal beregnes. Ved en reduksjon i disse postene vil det motsatte skje, nemlig en økning i kontantoverskuddet til egenkapitalen (Boye og Meyer, 2008).

Leverandørgjeld, skyldig lønn, merverdiavgift og arbeidsgiveravgift er typiske poster som inngår i omsetningsavhengig kortsiktig gjeld. Hvis det i løpet av perioden skjer en økning i disse postene, må dette legges til i beregningen av kontantoverskuddene. Det motsatte vil skje ved en reduksjon i de samme postene. Ved økning i rentebærende gjeld (for eksempel pantelån) vil det være med på å øke kontantoverskuddet til egenkapitalen. Dette skyldes at økningen fra før av ikke er tatt med i beregningen av selskapets resultat (Boye og Meyer, 2008).

Totalkapitalmetoden

Totalkapitalmetoden finner kontantoverskuddet til totalkapitalen. Metoden tar utgangspunkt i driftsresultatet, og inneholder følgende poster hentet fra Boye og Meyer (2008):

Driftsresultat
- Skatt av driftsresultatet (28 %)
= Driftsresultat etter skatt (NOPLAT)
+ Avskrivninger
- Anleggsinvesteringer
- Økning i omsetningsavhengige omløpsmidler
+ Økning i omsetningsavhengig kortsiktig gjeld
= Kontantoverskudd til totalkapitalen

På samme måte som for egenkapitalmetoden, kan man også benytte endring i arbeidskapital i totalkapitalmetoden istedenfor endring i omsetningsavhengige omløpsmidler og kortsiktig gjeld. Det som skiller totalkapitalmetoden fra egenkapitalmetoden, er at man nå tar utgangspunkt i driftsresultatet etter skatt. Rentebærende gjeld tas i tillegg ikke med, noe som innebærer at man forutsetter at selskapet bare er finansiert med egenkapital. Med andre ord tar ikke totalkapitalmetoden hensyn til finansieringsstrukturen i selskapet.

EVA-metoden

Economic Value Added (EVA) er en alternativ metode for å beregne verdien av selskapet. EVA, superprofitt og Residual Income (RI) brukes ofte om hverandre, men det ligger forskjellige regnskapsmessige forutsetninger til grunn for metodene (Gjesdal og Johnsen, 1999). For å finne verdien av selskapet etter EVA-metoden, tar man utgangspunkt i bokført egenkapital og legger til nåverdien av fremtidige superprofitter. For å finne superprofittene, må man redusere resultat etter skatt med kostnadene knyttet til egenkapitalen. Kostnadene

knyttet til egenkapitalen beregnes ved å multiplisere bokført egenkapital med det beregnede avkastningskravet. Følgende formel brukes for å beregne EVA (Boye og Meyer, 2008):

$$EVA = \text{Bokført verdi for egenkapitalen} + \sum \frac{\text{Superprofitt}}{(1+k)^t}$$

$$\text{Superprofitt} = \text{Resultat etter skatt} - \text{krav til avkastning av egenkapital}$$

Når man skal prognostisere senere superprofitter (terminalverdi) gjøres det på følgende måte:

$$\frac{\text{Superprofitt} (1+g)}{\frac{k-g}{(1+k)^t}}$$

2.1.2 Dividendemodellen

Dividende betyr det samme som utbytte og benyttes i sammenheng med utdeling av utbytte på aksjer. Dividendemodellen er en utbredt verdsettelsesmetode i USA, hvor man finner verdien pr. aksje med utgangspunkt i utbetalt utbytte til selskapets aksjonærer.

Modellen har foreløpig blitt lite brukt i Norge. Tendensen er at amerikanske selskaper utbetaler en større andel av årsoverskuddet til sine aksjonærer enn det som er tilfellet blant norske selskaper (Boye og Meyer, 2008). Det har dog blitt mer vanlig i de senere år å utdele en større andel av overskuddet hos norske børsnoterte selskaper, noe som kan være med på å øke bruken av denne metoden i verdsettelsessammenheng. En generell formel for beregning av verdien pr. aksje er:

$$P_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1+k)^t}$$

(Boye og Meyer, 2008)

hvor;

P_0 = verdien pr. aksje på verdsettelsestidspunktet evt. verdien av egenkapitalen

$t=1$ = fra periode 1

∞ = uendelig

D_t = forventet dividende/utbytte pr. aksje i år, evt. totalt utbetalt dividende til nåværende aksjonærer i selskapet

k = avkastningskravet

Det er vanlig å benytte seg av forenklinger når man skal bruke dividendemodellen. En av de vanligste forenklingene er forutsetningen om at dividenden skal vokse med samme prosentsats hvert år. Det vil være veldig komplisert å prognostisere en dividende for en aksje i all fremtid. Med dette som bakgrunn, vil modellen over bli noe omskrevet til Gordons formel (se delkapittel 2.1.1 for Gordons formel).

Det er urealistisk å forestille seg at et selskap med enten høy eller lav vekst vil ha denne vekststørrelsen i all fremtid. Veksten vil dermed være vanskelig å anslå, og vil kunne påvirke verdivurderingen i stor grad. I dividendemodellen er det derfor tatt hensyn til dette med utviklingen av to-vekst-modellen. Denne modellen deler veksten inn i to perioder; en periode med enten høy eller lav vekst og en periode med normal vekst i all fremtid (Boye og Meyer, 2008).

$$P_0 = D_1 * \frac{1 - \left(\frac{1 + g_1}{1 + k}\right)^n}{k - g_1} + D_1 * \frac{(1 + g_1)^{n-1}(1 + g_2)}{(1 + k)^n(k - g_2)}$$

hvor;

g_1 = den forventede veksten i dividenden i periode 1

g_2 = den forventede veksten i dividenden i all fremtid

n = periodens lengde

2.1.3 Multiplikatormodellen

En grundig multiplikatoranalyse sammenligner selskapets egne multiplikatorer med konkurrentenes multiplikatorer, og er nyttig i prognostiseringsarbeidet i verdivurderingen (Koller, Goedhart og Wessels, 2005). I denne sammenhengen står begrepene verdi og verdidriver sentralt. Verdi kan være verdien av et konkurrerende selskap som nettopp har blitt solgt. Verdidriver er noe mer bredt definert. Resultat – og kontantstrømstørrelser er eksempler på slike verdidrivere (Boye og Meyer, 2008).

Price/Earning (P/E)

Den vanligste multiplikatoren er P/E (Price/Earning). P/E-multiplikatoren kan enten brukes for hele selskapet eller splittes ned til å gjelde for hver enkelt aksje. Følgende formel illustrerer hvordan en beregner P/E:

$$P/E = \frac{\text{Egenkapital}}{\text{Ordinært resultat}} \text{ eller } \frac{\text{verdi pr. aksje}}{\text{Ordinært resultat pr. aksje}}$$

(Boye og Meyer, 2008)

En av grunnene til at P/E er blitt mye brukt som verdsettingsverktøy, er at multiplikatoren beregner markedsverdien av selskapet i forhold til selskapets inntjening (Bøhren og Michalsen, 2006). Da det primært utarbeides P/E-tall for børsnoterte selskaper, er det vanlig å operere med P/E på mellom 12 og 20 (Koller, Dobbs og Huyett, 2011).

Pris/Bok (P/B)

Pris/Bok er en annen multiplikator som er mye brukt i verdsettelsesøyemed. Denne multiplikatoren redegjør for forholdet mellom børskursen på aksjen og den bokførte egenkapitalen i selskapet, og settes opp slik:

$$P/B = \frac{\text{Børskurs pr. aksje}}{\text{Bokført egenkapital}}$$

(Boye og Meyer, 2008)

EV/EBITDA

EV/EBITDA er en verdsettelsesmultiplikator som enten brukes parallelt eller som et alternativ til P/E. EV står for Enterprise value, mens EBITDA for Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, Amortization. Enterprise value er verdien av total kapitalen, og finnes slik:

$$\text{Enterprise value} = \text{Verdi EK} + \text{rentebærende gjeld} - \text{finansielle plasseringer}$$

Grunnen til at denne verdsettelsesmultiplikatoren er blitt brukt blant analytikere i flere tiår, skyldes blant annet at ulik praksis rundt avskrivninger på tvers av selskap, ikke påvirker størrelsen på EBITDA. I tillegg er multiplikatoren godt egnet til å sammenligne selskap med ulik finansieringsstruktur, da den ikke påvirkes av hvordan selskapet er finansiert (Damodaran, 2002).

2.2 Avkastningskrav

For å kunne benytte seg av de inntjeningsbaserte modellene i en verdivurdering, må det beregnes et avkastningskrav. ”Den nødvendige *avkastningen* eller kompensasjonen kalles et avkastningskrav eller en *kapitalkostnad*” (Bredesen, 2005, s. 115). Man kan med andre ord si at avkastningskravet er den forventede avkastning kapitalmarkedet er villig å tilby på plasseringer med samme risiko som selskapet. Avkastningskravet bygger på forhold rundt alternativkostnad og risiko. Når det gjelder alternativkostnaden, så skal investorer bli kompensert for hva de potensielt kunne tjent ved tilsvarende plassering med samme risiko (Gjesdal og Johnsen, 1999).

Risiko kan deles inn i systematisk og usystematisk risiko. Systematisk risiko er den markedsrelaterte risikoen, hvor konjunkturer, inflasjonsutsikter og den økonomiske politikken er forhold som påvirker avkastningen på aksjene (Boye og Meyer, 2008). Denne formen for risiko vil alltid være tilstede, og den kan ikke diversifiseres bort (Brealey, Myers og Allen, 2011). Usystematisk risiko går på risikoforhold innad i selskapet, der aksjekursen svinger i takt med selskapets inntjening og aktiviteter. Den usystematiske risikoen kan investorer redusere selv ved å diversifisere investeringene sine (Penman, 2007).

Det eksisterer to sentrale avkastningskrav innen finansteori som brukes i forbindelse med verdivurdering av selskap: avkastningskravet til egenkapitalen (CAPM) og avkastningskravet til totalkapitalen (WACC). Selve beregningen av avkastningskravene til Tank kommer i kapittel 8 (Verdivurdering av Tank Design Tromsø AS).

2.2.1 Kapitalverdimodellen (CAPM)

CAPM (Capital Asset Pricing Model) representerer avkastningskravet til egenkapitalen. Modellen så sitt lys på 1960-tallet, og har siden den tid vært ansett som en sentral modell innen finansteori. I tiden før kapitalverdimodellen hadde man lite teori rundt prising og måling av risiko, især for eiendeler (Schjølberg, 2009). Copeland, Weston og Shastri (2005) argumenter for at modellen har blitt utviklet i en konstruert verden der investorer er risikoaverse individer. Matematisk fremstilles modellen slik:

$$k_E = R_f * s^* + \beta_E * [E(r_m) - R_f * s^*]$$

(Bøhren og Michalsen, 2006)

hvor;

k_E = Avkastningskravet til egenkapitalen, CAPM

R_f = Risikofri rente

β_E = Egenkapitalbeta

$E(r_m)$ = Forventet avkastning ved investering i markedsporteføljen

s^* = skattefaktor

Modellen er noe forenklet og tilpasset i Boye og Meyer (2008):

$$k_E = R_f(1 - s) + \beta[E(r_m) - R_f(1 - s)]$$

hvor;

β = Beta

s = skattesats (28 %)

Ved bruk av CAPM på lite likvide børsselskaper og ikke-børsnoterte selskaper, er det vanlig å legge en likviditetspremie til avkastningskravet. Likviditetspremien ligger ofte en plass mellom 2 og 5 %, avhengig av om et likvid eierskap er av betydning for investor (Gjesdal og Johnsen, 1999). CAPM inneholder en rekke sentrale poeng. Et av disse poengene er at risikofri rente (R_f) og markedets risikopremie ($E(r_m) - R_f$) er makrostørrelser i økonomien, og er uavhengig av hvilket prosjekt CAPM brukes på. Det er med andre ord kun beta-verdien og skattefaktoren som følger det spesifikke prosjektet (Bøhren og Michalsen, 2006).

Risikofri rente (R_f)

Risikofri rente er avkastning på en sikker aksjeportefølje og som ikke korrelerer med noe annet i økonomien. Hvordan man velger å fastsette den risikofrie renten avhenger blant annet av hva avkastningskravet til egenkapitalen skal brukes til. Rente på statsobligasjoner er et godt mål på risikofri rente. Koller, Goedhart og Wessels (2005) anbefaler å bruke 10-årige statsobligasjonsrenter. Hvis investeringen er langsiktig bør lengden på statsobligasjonsrenten også være lang. Boye og Meyer (2008) mener derimot at det bør benyttes mellomlange statsobligasjonsrenter når avkastningskravet til egenkapitalen skal beregnes. Mellomlang statsobligasjonsrente er normalt 2-3 år. De anbefaler ikke 1 årig statsobligasjonsrenter da disse er mer utsatt for høy volatilitet (markedsmessige svingninger). Norwegian Inter Bank Offered Rate (NIBOR) kan også brukes som risikofri rente. NIBOR er renten på lån bankene

seg imellom, og varierer med tilbud og etterspørsel i pengemarkedet [9]. Lengden på renten varierer, men ofte brukes 3 måneders NIBOR.

Markedets risikopremie ($E(R_m) - R_f$)

Risikopremien er den kompensasjon investorer krever for å påta seg risiko. Størrelsen på markedets risikopremie, er differansen mellom markedets forventede avkastning på markedsporteføljen og risikofri rente. Risikopremien beregnes ofte med utgangspunkt i historiske risikopremier (Koller, Goedhart og Wessels, 2005). Grunnen til dette, er at man antar at investorer historisk har realisert den forventede risikopremien. Det er videre vanlig å forutsette at risikopremien i fremtiden tilsvare den historiske risikopremien (Boye og Meyer, 2008). Markedets risikopremie finnes på følgende måte, hvor det er vanlig å beregne risikofri rente etter skatt:

$$MP = E(R_m) - R_f(1 - s)$$

hvor;

MP = Markedets risikopremie

Det eksisterer ingen eksakt eller korrekt risikopremie for markedet. Årsaken til dette kommer av at forskere og fagpersoner baserer beregningene på forskjellige tidsperioder. Frem til midten av 1980-tallet var det norske kapitalmarkedet sterkt regulert. Det har skjedd store endringer siden den gang, hvor de norske børsnoterte selskapene har blitt mer solid. Med dette som bakgrunn, kan det å bygge risikopremien på historiske avkastningstall, være noe tvilsomt. Da det finnes få alternativer, er det allikevel vanlig å legge de historiske avkastningstallene til grunn i beregningen av markedets risikopremie (Boye og Meyer, 2008).

Beta (β)

Beta er et mål på systematisk investeringsrisiko og måler ikke-diversifiserbar usikkerhet i selskapet (Bøhren og Michalsen, 2006). Beta ligger ofte en plass mellom 0,5 og 2 og representerer aksjekursens svingninger i forhold til indeksen. En aksje med beta på 1, forteller at aksjen svinger i tak med den gjennomsnittlige avkastningen for markedet. Beta-verdier på under 1 forteller oss at aksjens avkastning svinger mindre enn den gjennomsnittlige avkastningen for markedet. Dersom beta-verdien er større enn 1, er det omvendt. En beta på for eksempel 1,5 forteller oss at avkastningen for aksjen i gjennomsnitt er 50 % mer variabel enn avkastningen for markedet (Boye og Meyer, 2008). For å kunne være sikker på at

investeringen er helt risikofri, må beta-verdien være 0, noe som er svært sjelden (Bøhren og Michalsen, 2006). Formelen for å beregne beta er:

$$\beta = \frac{\text{Investeringenes markedsrisiko}}{\text{Representativ risiko}} = \frac{\text{korr}(r, r_M) * \text{Std}(r)}{\text{Std}(r_M)}$$

(Gjesdal og Johnsen, 1999)

hvor;

β = Beta

$\text{Korr}(r, r_M)$ = kovarians mellom aksjens avkastning og markedsporteføljens avkastning

$\text{Std}(r)$ = Standardavviket til aksjens avkastning

$\text{Std}(r_M)$ = Standardavviket til markedsporteføljens avkastning

2.2.2 Avkastningskravet til totalkapitalen (WACC)

WACC (Weighted Average Cost of Capital) er avkastningskravet til totalkapitalen i selskapet. Totalkapitalen består både av egenkapital og gjeld. Avkastningskravet skal oppfylle kravet for godtgjørelse både til aksjonærene og långiverne (kreditorene). Det er med andre ord to interessenter som skal ha kompensasjon for den risikoen de påtar seg ved å gå inn i selskapet. Långivernes avkastningskrav er noe lavere enn CAPM da kreditorene som regel har sikkerhet i selskapets eiendeler. Det benyttes ofte en gjennomsnittlig lånerente som avkastningskrav for gjelden (Boye og Meyer, 2008). For å kunne verdivurdere et selskap ved bruk av totalkapitalmetoden, må vi diskontere de frie kontantoverskuddene med WACC (Koller, Goedhart og Wessels, 2005). Beregning av kontantoverskuddet til totalkapitalen skjer etter skatt, og derfor må alle komponenter i WACC også beregnes etter skatt.

$$k_T = k_E * \frac{E}{E + G} + k_g * (1 - s) * \frac{G}{E + G}$$

(Bøhren og Michalsen, 2006)

hvor;

k_T = avkastningskravet til totalkapitalen, WACC

k_G = gjeldskostnaden (gjeldsrente/lånerente)

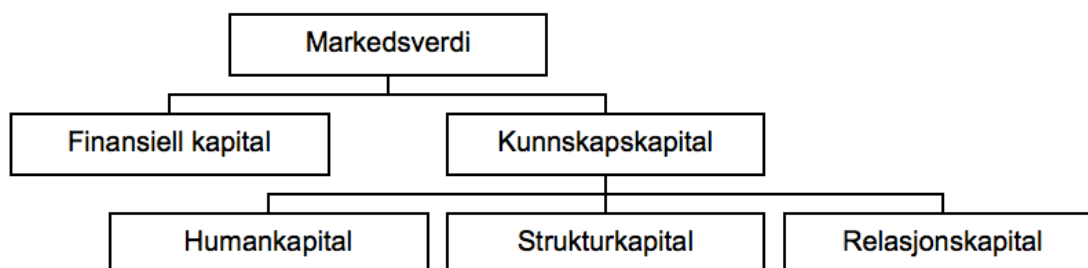
E = markedsverdien av egenkapitalen

G = markedsverdi av gjelden

Et viktig aspekt ved avkastningskravet til totalkapitalen, er Miller – Modigliani teoremet. Teoremet sier at markedsverdien til en virksomhet er helt uavhengig og påvirkes ikke av hvordan kapitalstrukturen er bygget opp i selskapet (Brealey, Myers og Allen, 2011). Endringer i kapitalstruktur vil ikke påvirke kontantoverskuddene generert fra selskapets aktiviteter, ei heller risikoen knyttet til kontantoverskuddene (Koller, Goedhart og Wessels, 2005). Da kapitalstrukturen ikke påvirker gjeldskostnaden, vil WACC holdes konstant. Denne tilnærmingen til WACC anses også å gjelde i Norge (Boye og Meyer, 2008).

2.3 Verdsetting av kunnskapskapital

”*Kunnskapskapital* er verdien av organisasjonens humankapital (individens kunnskap), strukturkapital (systemers kunnskap, intern struktur) og relasjonskapital (felles kunnskap, ekstern struktur)” (Gottschalk, 2003, s. 9). Kunnskapskapital er uhåndgripelig kapital, slik som kunnskap, informasjon, deling av kunnskap og de faktorene som trekker dyktige medarbeidere til virksomheten, og får medarbeiderne til å bli værende i selskapet. I mange sammenhenger omtales kunnskapskapital også som intellektuell kapital. Markedsverdien av selskapet består ikke bare av den finansielle kapitalen som allerede eksisterer i årsregnskapet, men også av kunnskapskapital. Dette er illustrert i figuren under:



Figur 2: Finansiell kapital og kunnskapskapital (Gottschalk, 2003)

Tank og designbransjen er kunnskapsorientert hvor kunnskapskapitalen er den viktigste ressursen de besitter. En del av denne kunnskapskapitalen er humankapital. Humankapital er den individuelle kunnskapen hos de ansatte, hvor kapitalens verdi bestemmes av den ansattes evne til å skape nytte for selskapet gjennom sin kunnskap og ferdigheter innenfor en eller flere områder (Gottschalk, 2003). I typiske produksjonsorienterte virksomheter binder anleggsmidler opp mye av kapitalen i selskapene. Eiendelssiden av balansen i kunnskapsbaserte virksomheter består ofte bare av omløpsmidler (kundefordringer og kasse/bank).

I selskaper hvor de ansatte er bedriftens viktigste ressurs, er det et sterkt behov for å kunne dokumentere denne verdien. Gottschalk (2003) mener at slik dokumentasjon har vært fraværende hos norske selskaper og i deres regnskap. De som bruker begrepet kunnskapskapital ønsker å endre regnskapssystemet utviklet av Luca Pacioli i 1494, slik at denne typen kapital blir implementert i regnskapet. Behovet for implementeringen ligger i ønsket om å kunne gi en mer troverdig verdivurdering av kunnskapsbedrifter, spesielt med tanke på at diskontert kontantstrøm i all hovedsak er basert på selskapets årsregnskap.

Gottschalk (2003) mener at standardiseringsmyndighetene i Norge (NRS – Norsk Regnskaps Stiftelse) og i verden (IASB – International Accounting Standards Board) bør bli enige om en felles plattform for å implementere kunnskapskapital i regnskapets balanse. Internasjonalt finner man regnskapsstandarden IAS 38, som omhandler immaterielle eiendeler. Denne standarden tar spesielt for seg internt utviklede immaterielle eiendeler, slik som varemerke og produksjonsprosesser (Marr, 2005). I Norge eksisterer det en regnskapsstandard, NRS (F) Immaterielle eiendeler, men denne inkluderer ikke regnskapsføring av kunnskapskapital. En mulig løsning på dette er å benytte seg av forskjellige målemetoder, hvor totalverdimetoder passer best ved kjøp og salg av virksomheter. Denne fremgangsmåten omtales også som goodwillberegninger. En slik totalverdimetode for å måle kunnskapskapital er ROA (Return On Assets).

$$ROA = \frac{\text{Gjennomsnittlig overskudd før skatt}}{\text{Gjennomsnittlig eiendeler}}$$

(Gottschalk, 2003)

ROA finner avkastning på eiendeler, hvor metoden bruker gjennomsnittlig overskudd før skatt og deler dette på gjennomsnittlige eiendeler i balansen. Gjennomsnittet bør baseres på tallene fra regnskapene for de siste tre til fem årene. Den beregnede avkastningen må sammenlignes mot bransjen for å finne størrelsen på kunnskapskapitalen. Hvis differansen mellom avkastningen til selskapet og bransjen er null eller negativ, er ikke selskapet i besittelse av kunnskapskapital. Dersom differansen er positiv, har selskapet kunnskapskapital som er høyere enn bransjen.

Economic Value Added (EVA), som er omtalt tidligere, er en verdsetningsmetode blant de inntjeningsbaserte modellene. EVA er av noen strategiske forskere anbefalt som et nyttig

verktøy for å måle verdien av kunnskapskapitalen i selskapet. Selv om EVA ikke eksplisitt er relatert til ledelse av immaterielle eiendeler, impliseres det at effektiv ledelse av disse eiendelene fører til høyere EVA (Chen, Zhu og Xie, 2004).

Residual Income (RI) er på mange måter lik EVA, men de skiller seg fra hverandre hva angår utregningsmetode. Lev (2001) har innlemmet Residual Income i sin forskning for å lage en modell som måler verdien av de immaterielle eiendelene. Verdien fra Residual Income og Lev's Residual Income Model representerer en samlet verdi av alle immaterielle eiendeler som selskapet er i besittelse av. Modellen representerer dog ikke verdien fordelt på hver enkelt eiendel. Prosessen med å verdifastsette hver eiendel er ikke skissert opp (Marr, 2005).

2.3.1 Rapportering av kunnskapskapital

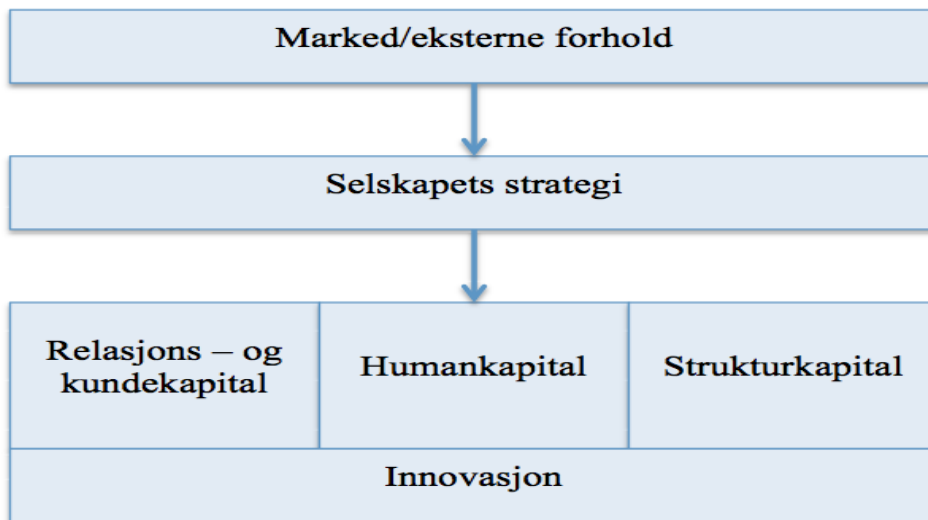
Norsk Finansanalytikerforening (NFF) har utformet og publisert en rekke retningslinjer for frivillig rapportering av ikke-finansiell informasjon (kunnskapskapital). Retningslinjene tar utgangspunkt i at ikke-finansiell informasjon i liten grad blir rapportert i de tradisjonelle regnskapene. Retningslinjene er utviklet i første omgang for børsnoterte selskap, men de er nyttige og svært relevant også for ikke-børsnoterte selskap. Formålet med disse retningslinjene er å få et mest mulig riktig bilde av de verdier som skapes av selskapet utover informasjonen som fremkommer av det tradisjonelle historisk-kost regnskapet (NFF, 2002).

Det ligger en rekke forutsetninger til grunn som må være oppfylt ved rapportering av ikke-finansiell informasjon. NFF (2002) har lagt frem seks slike forutsetninger. Den første forutsetningen bygger på at rapporteringen er frivillig, da det er ingen plikt til å ta retningslinjene i bruk. Hvis en velger å benytte seg av retningslinjene, må de grunnleggende forutsetningene for rapportering følges. For det andre skal rapporteringen gi et riktig bilde av virksomheten. Hvis det er vesentlig informasjon som er utelatt fra rapporteringen, bør dette fremgå av rapporten da det ellers kan føre til at et misvisende bilde skapes av selskapet. For det tredje må rapporteringen være foretaksspesifikk og relevant. I dette ligger det at informasjonen selskapet måler og informerer om i rapporten, må være knyttet opp til selskapets strategi og verdiskapning. Dersom det eksisterer informasjon av lav betydning for fremtidig verdiskapning, er det ikke relevant å presentere dette i rapporten. Den fjerde forutsetningen bygger på kvalitet fremfor kvantitet. Rapporten bør være mest mulig korrekt hva gjelder foretaksinformasjon. Den femte forutsetningen er at rapporten skal være målbar, konsistent og vise kontinuitet. Forutsetningen bygger på målsetningen om at det rapporterende selskapet skal vise utvikling over tid og kunne måle seg mot seg selv. Den siste

forutsetningen bygger på sammenheng og avstembarhet mot årsregnskapet.

Tilleggsinformasjon om verdiskapning skal avgis samtidig og sammen med det ordinære årsregnskapet i foretakets årsrapport.

På grunnlag av de seks forutsetningene, har NFF utviklet en egen modell for rapportering av ikke-finansiell informasjon. Modellen bygger på at verdiskapningen skapes og påvirkes av de eksterne rammebetingelsene foretaket opererer innenfor og selskapets strategi.



Figur 3: Modell for rapportering av ikke-finansiell informasjon (NFF, 2002)

Med utgangspunkt i modellen over, må selskapet beskrive markedet og de eksterne forholdene som påvirker dets rammebetingelser. Det bør som et minimum informeres om makroøkonomiske forhold, regulatoriske rammebetingelser og konkurransesituasjonen. Neste trinn i modellen omfatter selskapets strategi, og som et minimum bør det her rapporteres om strategi, mål, organisering og styring og risikovurdering.

Ved å ta utgangspunkt i selskapets strategi, må selskapet synliggjøre de kritiske suksessfaktorene ledelsen anser som vitale for verdiskapningen. De kritiske suksessfaktorene bør synliggjøres ved bruk av verbale beskrivelser innenfor følgende informasjonskategorier: relasjons/kundekapital, humankapital, strukturkapital og innovasjon. Med utgangspunkt i disse fire informasjonskategoriene, vil det være ulike kritiske suksessfaktorer og verdidrivere som man ønsker å måle verdiskapningen ut ifra. Verdidriverne og de kritiske suksessfaktorene varierer fra selskap til selskap (Gottschalk, 2003).

Foretak som benytter egne styringsmodeller for å måle den interne verdiskapningen, kan benytte disse så fremst de oppfyller intensjonen med retningslinjene:

- Styringsmodellen må ha et fokus på verdiskapningen som skjer innad i selskapet

- Modellen måler ressurser og aktiviteter som faktisk skaper verdi for selskapet
- Modellen må oppfylle de seks grunnleggende forutsetningene ved rapportering av ikke-finansiell informasjon

2.4 Diskusjon og valg av verdsettingsmetode

Tank er et typisk selskap hvor mye av omsetningen og tilflyt av kunder, er avhengig av de ansattes kompetanse innen grafisk design. Dahl et al. (1997) omtaler slike virksomheter som nøkkelpersonavhengige virksomheter. Disse nøkkelpersonene er ofte eierne av selskapet, noe som også er tilfellet med Tank. For en eventuell investor som ønsker å gå inn på eiersiden, vil det være avgjørende å sikre at nøkkelpersonene forblir i selskapet etter at kjøpet er gjennomført. Det vil være viktig for en investor å få på plass langsiktige arbeidskontrakter med de ansatte som ikke har eierinteresser i selskapet. Tank som nøkkelpersonsforetak er lite kapitalintensive, hvor det er lav kapitalbinding i anleggsmidler og varelager. Det er kun små summer innen anlegg, inventar og kontormaskiner som går inn under balanseposten anleggsmidler. Dette medfører at rentebærende gjeld ikke eksisterer da behovet for nyinvesteringer bare er moderat tilstede.

Dahl et al. (1997) mener at de inntjeningsbaserte modellene vil være de mest aktuelle ved verdifastsettelsen av et selskap som Tank. De kontantstrømbaserte modellene vil være den teoretisk mest korrekte metode i denne sammenhengen, da selskapets verdi avhenger av dets evne til å generere en netto kontantstrøm til aksjonærene og kreditorene. Metoden har sine svakheter, hvor en av de største er fraværet av dokumentasjon ved beregning av tallstørrelsene. I tillegg er det vanskelig å få tilstrekkelig av kunnskapskapitalen med i verdivurderingen av selskapet (Gottschalk, 2003). Selv med sine mangler velges det i denne masteroppgaven å bruke de kontantstrømbaserte modellene.

Verdien av Tank vil bli vurdert etter total – og egenkapitalmetoden. Da EVA-metoden er anbefalt av Chen, Zhu og Xie (2004), som en metode for å måle kunnskapskapitalen i selskapet, velges det i denne oppgaven også å bruke EVA. Jeg har valgt å bruke flere enn en metode i verdivurderingen av Tank, siden det vil øke sannsynligheten for å sette en mest mulig riktig verdi på selskapet. I tillegg er jeg interessert i å finne ut hvor stor differanse det vil være mellom de ulike verdsettelsesmetodene.

Totalkapitalmetoden er den enkleste å bruke av de kontantstrømbaserte modellene, og passer for de fleste typer virksomheter med unntak av banker og livsforsikringsselskaper (Boye og

Meyer, 2008). Da jeg i tillegg har tilgang til regnskapstall flere år tilbake i tid, og eierne av Tank er behjelpelig med informasjon, har jeg valgt å bruke totalkapitalmetoden i verdifastsettelsen. Da finansieringsstrukturen til Tank ikke blir tatt hensyn til i totalkapitalmetoden, vil jeg også beregne verdien av selskapet etter egenkapitalmetoden.

Dividendemodellen brukes typisk når selskaper deler ut store deler av sitt overskudd i utbytte. I tillegg har det vært vanlig å bruke metoden på børsnoterte selskaper, samt for de fleste Nordamerikanske selskaper. Selv om Tank i perioden 2006 til 2009 har utdelt nær hele overskuddet i utbytte, beregnes ikke verdien av selskapet etter dividendemodellen. Grunnen til at dividendemodellen ikke velges, er at eierne av Tank har valgt å overføre overskuddet i 2010 på 1 584 000 kr til annen egenkapital fremfor utdeling av utbytte.

P/E-multiplikatoren passer godt når man har P/E tall tilgjengelig for bransjen og virksomhetene i bransjen. P/E-tall utarbeides for de børsnoterte selskapene, og ingen av selskapene i designbransjen er børsnoterte. Dette gjør bruken av P/E-tall i verdivurderingen av Tank vanskelig, og derfor vil ikke metoden bli brukt i oppgaven. Det samme gjelder for de andre multiplikatorene (Pris/bok og EV/EBITDA).

3. Forskningsmetode

I dette kapittelet vil det redegjøres for hvordan innsamlingen av data skal gjøres til analysearbeidet i oppgaven. Jeg vil først legge frem designet i oppgaven, for deretter å redegjøre for forskningsmetoden. Det vil også bli en gjennomgang av hvilke primær- og sekundærdata som vil bli anvendt i oppgaven. Til slutt i kapittelet vil kvalitetskravene pålitelighet (reliabilitet), troverdighet (begrepsvaliditet), overførbarhet (ekstern validitet) og overensstemmelse bli gjennomgått, og i hvilken grad disse kravene anses som oppfylt.

3.1 Eksplorerende design

I masteroppgaven skal det utføres analyser for å kunne frembringe resultater. I denne sammenhengen må det fattes flere valg hva angår fremgangsmåte for oppgaven. Det er i startfasen av arbeidet at man må ta stilling til *hva* som skal undersøkes, og *hvordan* undersøkelsen skal gjennomføres. Det er dette som i samfunnsvitenskapelig forskning betegnes forskningsdesign. Forskningsdesign skal hjelpe til med å få forskeren fra start til mål, og legger grunnlaget for valg av metode (Johannessen, Kristoffersen og Tufte, 2004). I denne sammenhengen er det svært viktig å ha et design som er egnet til å svare på problemstillingen knyttet til verdivurderingen av Tank.

Designvalg er avhengig av hvor mye vi vet på forhånd om et område, og hvordan ambisjonsnivå vi har hva angår å analysere og forklare sammenhenger. Gripsrud, Olson og Silkoset (2004) skiller mellom tre overordnede designformer: eksplorativt, deskriptivt og kausalt design. Et *eksplorativt design* passer bra når man vet lite om et saksområde, og hvor selve målet er å utforske temaet nærmere. Man ønsker med andre ord å gå i dybden på et fenomen. I et *deskriptivt design* sitter forskeren med en grunnleggende forståelse av hva problemet går ut på, og hvor formålet er å beskrive situasjonen på et bestemt område. Den siste typen av design, *kausalt design*, ser nærmere på årsaksforklaringer. Fokuset til et kausalt design ligger på eksperiment som designform.

Det skal til enhver tid strebes etter å besvare problemstillingen på en best mulig måte. For å finne ut hva verdien av Tank er ved bruk av ulike verdsettingsmetoder, innebærer det at man går i dybden på ett enkelt tilfelle og hvor man i utgangspunktet vet lite om hva verdien av bedriften kan være. Med dette som utgangspunkt er det brukt et eksplorerende design i oppgaven. Siden det skal gås i dybden på kun en enhet (Tank), er det i oppgaven også valgt å gjennomføre en casestudie.

3.1.1 Casestudie

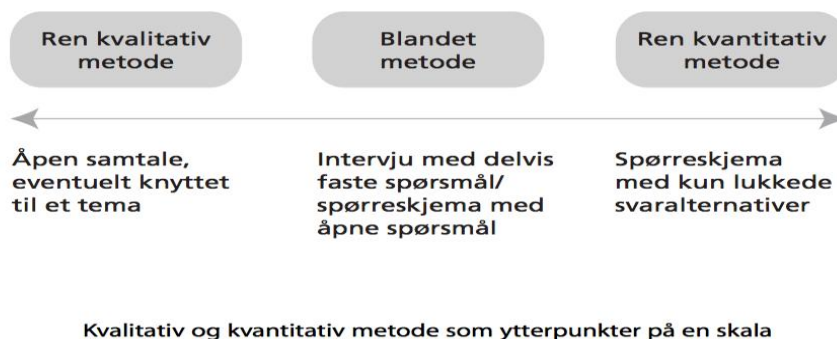
Case er en av mange måter å gjennomføre samfunnsvitenskapelig forskning på. Fallstudier er et annet ord for casestudie, som stammer fra svensk metodelitteratur. I case legges det opp til at et eller noen få tilfeller blir studert inngående. Innenfor samfunnsvitenskapelig forskning er casestudie kjennetegnet av at det er et avgrenset fokus på caset og en inngående forklaring av caset (Andersen, 1997). Casestudier har også sine svakheter og begrensninger. En av disse svakhetene er at det vil være vanskelig å generalisere resultatene til statistiske anvendelser da utvalget ofte bare består av en eller noen få bedrifter, organisasjoner eller fenomener (Ryan, Scapens og Theobald, 2002). Da målet ikke er å generalisere funne fra oppgaven, anser jeg casestudien som velegnet i verdivurderingen av Tank.

3.2 Metode

Metode kommer av det greske ordet *methodos*, og betyr at en følger en bestemt vei mot et mål (Johannessen, Kristoffersen og Tuft, 2004). ”En metode er en framgangsmåte, et middel til å løse problemer og komme fram til ny kunnskap. Et hvilket som helst middel som tjener dette formålet, hører med i arsenalet av metoder” (Aubert, 1965, s.196). Man kan med andre ord si at metodelæren er til hjelp for å bekrefte eller avkrefte om våre antagelser er i overensstemmelse med virkeligheten.

3.2.1 Kvalitativ og kvantitativ metode

I metodelitteraturen skilles det mellom kvalitativ og kvantitativ fremgangsmåte for hvordan man kan gjennomføre undersøkelser på. Det sentrale skillet ligger i om en er ute etter tall og størrelser, eller meninger i form av tekst. Skillet mellom kvalitativ og kvantitativ metode er illustrert i figur 4:



Figur 4: Kvalitativ og kvantitativ metode (Jacobsen, 2005)

Det første figuren prøver å vise, er at kvalitativ og kvantitativ metode ikke er to motsetninger, heller to ytterpunkter på den visste skala. I tillegg er det vanlig å kombinere metodene. I kvalitativ metode er det meninger i form av tekst som er det sentrale, hvor et begrep eller et fenomen analyseres i dybden. Et stikkord som på en god måte kan forklare hva kvalitativ metode går ut på, er åpenhet. Da informanten fremlegger sine meninger, kan det være med på å få frem det unike hos en informant. En av de åpenbare svakhetene med denne tilnærmingen, er at den er ressurskrevende i form av tid og penger. Innen kvantitativ metode er det målbare det sentrale, hvor data fremkommer som tall. En av fordelene med kvantitativ metode er at man kan relativt presis beskrive et gitt forhold. En svakhet med metoden er at den kan bli overfladisk (Jacobsen, 2005). En mulighet til å øke sjansen for at funnene en gjør innen forskningsarbeidet er troverdig, er å kombinere metodene. Dette kalles i samfunnsvitenskapelig forskning for metodetriangulering (Guba og Lincoln, 1985).

3.2.2 Intervju

Det finnes ulike metoder som kan brukes for å innhente data. Det er derfor essensielt å velge den metoden som gjør at man på en best mulig måte kommer frem til ny kunnskap. Da valget falt på å bruke et eksplorerende design i oppgaven, gjenstår valget med å finne den metoden som passer best til denne kunnskapsinnhenting.

Intervju er en metode å samle inn data på, hvor man kan skille mellom kvalitativt og kvantitativt intervju. Det kvalitative intervjuet er en av de mest brukte metodene innen kvalitativ forskning, hvor fleksibilitet anses som den viktigste årsaken til intervjuets suksess (Bryman og Bell, 2007). I det individuelle dybdeintervjuet er man ute etter å få frem individets erfaringer og interessefelt. Ofte velges denne metoden da temaet ikke egner seg å bli besvart i surveyintervju (spørreskjemaundersøkelser) eller fokusgrupper. Dybdeintervjuet gjør seg også gjeldende når det er sensitive temaer som skal besvares av informanten (Gripsrud, Olson og Silkoset, 2004). Da oppgaven har et eksplorerende design, er et kvalitativt dybdeintervju den mest egnede metoden for å samle inn data på. De viktigste årsakene er at det kun er en bedrift som skal analyseres i dybden, og det er meninger i form av tekst som er målet.

Verdivurderingen av Tank baseres på ulike informasjonskilder, det være seg intervju, årsregnskap, balanse og andre finansielle rapporter. Yin (2003) har definert seks forskjellige informasjonskilder som kan brukes innen casestudier: dokumenter, arkiv, samtaleintervju, direkte observasjoner, deltakende observasjoner og fysiske gjenstander. Disse kan

triangleres for å oppnå mer detaljerte data. I caset med Tank vil jeg bruke rapporter, regnskapsdata og kvalitativt dybdeintervju, slik at jeg oppfyller kravene om metodetriangulering.

3.2.2.1 Individuelt dybdeintervju

Det individuelle dybdeintervjuet kjennetegnes av ord, setninger og fortellinger, hvor det legges få eller ingen restriksjoner på hva informanten kan si. For at et individuelt dybdeintervju skal passe til verdivurderingen av Tank, burde metoden oppfylle visse betingelser. I denne sammenhengen legger Jacobsen (2005) opp til følgende tre betingelser:

1. når det er få enheter som skal analyseres
2. når vi er ute etter hva det enkelte individ har å si
3. når vi er interessert i hvordan informanten tolker et fenomen

Disse betingelsene mener jeg er oppfylt i forhold til tema og problemstillingen for oppgaven. Det er kun Tank som skal analyseres i dybden (betingelse 1) og jeg er ute etter å fange opp hva daglig leder av Tank har å si rundt en rekke forskjellige temaer (betingelse 2). I tillegg vil det bli stilt spørsmål rundt den fremtidige utviklingen til selskapet og eksterne forhold, som nåværende konkurrenter og leverandører (betingelse 3).

I caset med å verdivurdere Tank har jeg valget mellom å bruke et ansikt-til-ansikt intervju eller telefonintervju. Da det kan være følsomme tema som tas opp i form av strategiske vurderinger, konkurrenter og fremtidsutsikter, er det valgt å benytte et ansikt-til-ansikt intervju. Intervjuet vil bli gjennomført med daglig leder av Tank. Det er viktig å være klar over at begge formene for intervju er tids- og kostnadskrevende og at man ofte ender opp med en stor datamengde (Jacobsen, 2005). I selve intervjusituasjonen kan man benytte håndskrevne notater og/eller båndopptaker. En av ulemperne med håndskrevne notater, er at man tar blikket bort fra informanten og at man dermed ikke viser like mye interesse for hva informanten har å si. Det vil i noen sammenhenger kanskje fungere bedre å bruke en båndopptaker istedenfor håndskrevne notater, men denne metoden har også sine ulemper. Noen vil reagere negativt på bruken av båndopptaker, der resultatet kan være at de deler mindre informasjon enn først tenkt. I tillegg kan det oppstå tekniske problemer med utstyret, noe som kan føre til at intervjuet må stoppes (Jacobsen, 2005). Med dette som utgangspunkt, er det i intervjuet valgt å bruke håndskrevne notater.

3.2.2.2 Graden av struktur i det individuelle intervjuet

Når gjennomføringen av intervjuet skal skje, må det på forhånd være avklart graden av struktur i intervjuet. Det finnes forskjellige grader av struktur, hvor ustrukturerte intervju og strukturerte intervju med faste svaralternativer er to ytterpunkter i et intervju. Mellom disse to ytterpunktene, finner man semistrukturerte intervju, hvor intervjuguide er den mest brukte benevnelsen på denne typen intervju. En intervjuguide er ikke helt det samme som et spørreskjema, da det heller er en guide over forskjellige temaer og åpne spørsmål, som ønskes å bli besvart. Intervjuguiden vil til vanlig ha en fastsatt rekkefølge på de tema som skal besvares av informanten, men rekkefølgen kan endres hvis informanten kommer med et tema som bør belyses nærmere (Johannessen, Kristoffersen og Tufte, 2004). Balansen mellom standardisering og fleksibilitet kan opprettholdes ved bruk av en intervjuguide, og derfor velges denne graden av struktur på intervjuet med daglig leder av Tank. Intervjuguiden ligger som vedlegg til oppgaven.

3.2.3 Primær - og sekundærdata

Innsamling av data i forskningsøyemed kan både skje gjennom primær – og sekundærdata. Primærdata er data du selv samler inn, og er tilrettelagt en spesiell problemstilling. Sekundærdata er data innsamlet av andre til andre formål. Sekundærdataens styrker går primært på at innsamlingen går raskt, koster lite eller ingenting og at dataene ofte er av høy kvalitet (Bryman og Bell, 2007). Den høye kvaliteten kommer av at det er andre som har innsamlet dataene og bearbeidet det til et sluttprodukt. Det er en felles forståelse at en må være kritisk til hvor en henter kildene til sekundærdataene fra. Dette gjelder uansett om det er en kvalitativ eller kvantitativ tilnærming man opererer med (Jacobsen, 2005).

Data som jeg selv samler inn vil bestå av et kvalitativt dybdeintervju med daglig leder av Tank. Sekundærdata vil være regnskapstallene til Tank og dets konkurrenter. Alle regnskapene til konkurrentene lastes ned fra nettstedet Proff, mens regnskapene til Tank hentes hos administrasjonen til Tank, da disse ofte er mer detaljerte enn de som ligger offentlig tilgjengelig.

3.3 Kvalitetskrav til forskningsmetoden

Det er viktig å evaluere de undersøkelsene man har gjennomført. I dette ligger det en oppfordring om å være reflektert. I samfunnsvitenskapelig forskning har det over lengre tid blitt brukt de samme kvalitetskravene innen kvantitativ og kvalitativ forskning. Guba og

Lincoln (1985, 1989) mener derimot at kvalitative undersøkelser bør vurderes annerledes. De legger til grunn pålitelighet (reliabilitet), troverdighet (begrepsvaliditet), overførbarhet (ekstern validitet) og overensstemmelse som gjeldende kvalitetskrav til kvalitativ metode (Johannessen, Kristoffersen og Tufte, 2004).

Ved kvalitativ forskning vil det nesten være umulig for en forsker å forsøke og kopiere en annen forskers resultater. For å øke *påliteligheten* (reliabilitet) til forskningen kan forskeren gi leseren en inngående beskrivelse av konteksten. I dette ligger det at forskeren bør legge opp til en detaljert og åpen behandling av fremgangsmåten under hele forskningsprosessen. Da dataene i denne masteroppgaven i all hovedsak vil være basert på regnskapstall og kvalitativt intervju, kan det være vanskelig å oppfylle pålitelighetskravet fullt ut. Jeg anser regnskapsdataene som pålitelig, da de skal være utarbeidet etter god regnskapsskikk, jf. rskl. § 4-6. Når det gjelder selve intervjuet, vil dette være utsatt for subjektive oppfatninger og vurderinger. Selv om forskere eller andre personer ved en senere anledning intervjuer samme informant, vil nok verdien av Tank bli noe annerledes. Jeg anser datamaterialet som pålitelig, men det vil være vanskelig å få samme verdi på Tank ved et senere tidspunkt.

Troverdighet (begrepsvaliditet) dreier seg om metoden faktisk undersøker det den har til hensikt å undersøke. En måte å øke troverdigheten til studien på er metodetriangulering. Triangulering i kvalitativ forskning kan være observasjon, intervju og dokumenter (sekundærdata). Da jeg skal gjennomføre et kvalitativt dybdeintervju basert på en intervjuguide med daglig leder av Tank, i tillegg til å samle inn sekundærdata i form av årsregnskap og rapporter, betrakter jeg det som metodetriangulering. Jeg anser dermed studien som troverdig.

I kvantitative undersøkelser hvor det er gjort et representativt utvalg, er det mulig å generalisere resultatene fra utvalget til populasjonen. I kvalitative undersøkelser, især dybdeintervju, er det riktigere å snakke om overføring av kunnskap fremfor generalisering. *Overførbarhet* (ekstern validitet) går ut på hvorvidt man lykkes i å frembringe beskrivelser, begreper og forklaringer som er formålstjenlig i andre sammenhenger. Det er ikke funnet tidligere masteroppgaver som har verdivurdert Tank eller andre bedrifter i samme bransje. I tillegg eksisterer det svært få oppgaver som har basert verdivurderingen på slike nøkkelpersonavhengige virksomheter. Jeg mener derfor at oppgavens innhold og tema tilfredsstillende kravene til overførbarhet.

Funnene man gjør i forskningen skal være et resultat av selve forskningen, og ikke et utspring av forskerens egne subjektive holdninger. Dette betegnes for *overensstemmelse* i kvalitativ forskning. For at kvalitetskravet skal være oppfylt må jeg avdekke og beskrive de beslutninger som er foretatt igjennom hele forskningsprosessen. Det ligger med andre ord et krav om å være selvkritisk til det som er gjort i form av avvik, fordommer og oppfatninger (Johannessen, Kristoffersen og Tufte, 2004). Da verdivurdering til tider kan bygge på subjektive antagelser og vurderinger hva angår fremtidig vekst, er det ekstra viktig å være selvkritisk til de vurderinger som gjøres og å fremlegge forklaringer på hvorfor man faktisk gjør det man gjør. Verdivurdering basert på kontantstrømbaserte modeller inneholder en del forutsetninger, og i så måte vil ikke funnene i denne verdivurderingen alltid være et resultat av selve forskningen. Da jeg i oppgaven vil argumentere for de valg jeg gjør, anser jeg likevel kvalitetskravet for oppfylt.

4. Tank Design Tromsø AS og designbransjen

I dette kapittelet vil det bli redegjort for historien til Tank og hvor de står i dag. I tillegg vil det bli gjort rede for designbransjen de opererer i. Det er viktig å danne seg et bilde over selskapet, da virksomhetstype og bransje spiller inn på verdivurderingen senere i oppgaven.

4.1 Tank Design Tromsø AS

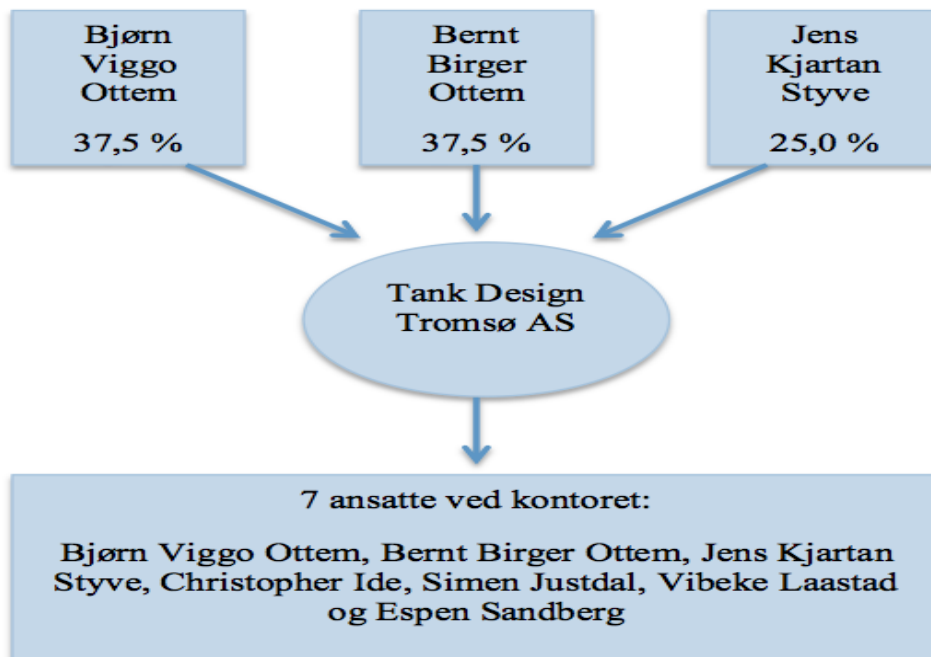


Figur 5: Fimalogo (Tank)

Tank er et grafisk og visuelt designbyrå som startet sin virksomhet i Oslo i februar 1999. I 2002 valgte Bernt Birger Ottem å opprette et eget kontor i Tromsø. Det ble etablert et eget aksjeselskap som fikk navnet Tank Design Tromsø AS. Med begrensede midler i oppstarten, leide Bernt Birger Ottem lokaler i etasjen over det gamle vinmonopolet i Tromsø sentrum. Selskapet vokste raskt og det førte til at Bjørn Viggo Ottem og Jens Kjartan Styve kom inn på eiersiden henholdsvis i 2004 og 2006. Disse kjøpte ut Tank Design AS og Gunnarshaug Trykkeri AS som var bidragsyttere på eiersiden under oppstarten. Nå er Tank lokalisert i Storgata 56 (JM Hansen bygget), hvor de har flotte og luftige lokaler tilpasset deres behov. Det er totalt 7 ansatte i selskapet og de har en ekstra plass tilgjengelig for en frilanser.

Tank har som mål å være blant markedets dyktigste til å forstå og imøtekomme kundenes behov for visuell kommunikasjon. Hovedfokuset ligger på kvalitet, kreativitet og langsiktige samarbeidsforhold. Det nære samarbeidet til Macks Ølbryggeri AS er et godt eksempel på dette. I tillegg arbeider de sterkt for å tilfredsstille sine kunder. De anser det som en av sine hovedoppgaver å hjelpe kundene til å kommunisere sine verdier til omverdenen [2]. Dette er forankret i deres strategi om å forstå – utforsk – levèr.

Tank er organisert på følgende måte:



Figur 6: Organisasjonskart av Tank Design Tromsø AS

Tank opererer primært innenfor fire fagområder: pakningsdesign, redaksjonelt design, identitetsdesign og interaktive medier. Pakningsdesign innebærer å gjøre varen så distinkt som mulig. I dette ligger det at produktet skal posisjoneres klart i forhold til sin kategori og hvilke målgruppe det tilhører. En viktig betegnelse innen pakningsdesign er hylletrykk ("Shelf impact"). Med hylletrykk menes at produktet skal vekke konsumentenes oppmerksomhet og tillit med sitt design. Et typisk produkt innenfor pakningsdesign er Fruktsjimpanse til Macks Ølbryggeri AS. Produktet gikk tidligere under navnene Fruktsjimpanse og Fruktsjamp, men etter bråk med franske advokater måtte Macks Ølbryggeri AS få redesignet brusen [3]. Etter Tank sin redesigning økte salget betydelig for Mack.

Tank har designet en rekke årsrapporter for store allmennaksjeselskap. Slike rapporter hører inn under redaksjonelt design og handler om en kombinasjon av typografi og visuelle elementer. Et godt redaksjonelt design skal føre til at kunden fryder seg over foto og illustrasjoner, på samme tid som bladet må ha en gjennomgående visuell rytme og høy lesbarhet.

Farger, budskap og tekst er det sentrale i identitetsdesign. De grafiske profilene til Pronea AS og Nordnorsk Opera og Symfoniorkester AS er to oppdrag Tank har gjennomført innen dette fagområdet.

Interaktive medier er det fagområdet som skal sørge for at kundene til Tank kan kommunisere med sin målgruppe, helt uavhengig av tid og rom. Den grafiske profilen på nettsidene til Hålogaland Teater og North Energy er bare noen få av prosjektene Tank har arbeidet med innen interaktive medier.

4.1.1 Prisbelønte prosjekter

Listen under viser at Tank har lyktes med prosjektene de har gjennomført i fellesskap med sine kunder:

- Vant Merket for god design med White Xmas for Macks Ølbryggeri AS i 2003 (Norsk Designråd)
- Vant Merket for god design med Smrprty for Macks Ølbryggeri AS i 2004 (Norsk Designråd)
- Vant Merket for god design med Halvors for Halvors Tradisjonsfisk AS i 2009 (Norsk Designråd)
- Pakningen for Halvors Tradisjonsfisk AS vant den internasjonale pakningsprisen Pentawards i 2009
- Vannflasken 70N til Macks Ølbryggeri AS ble tildelt The Dieline Award i Chicago våren 2010
- Halvors Tradisjonsfisk AS vant i 2010 Næringslivsprisen under Grafills visueltutdeling
- Gullmack og Bokøl til Macks Ølbryggeri AS ble i 2010 tildelt Pentawards under Expo i Shanghai.
- Pakningen for Halvors Tradisjonsfisk AS vant i 2011 Tysk Designråds Merket for god design under German Design Award
- Vant Merket for god design med Gullmack og Bokøl for Macks Ølbryggeri AS i 2011 (Norsk Designråd)
- Vant Merket for god design med Mack Cider for Macks Ølbryggeri AS i 2011 (Norsk Designråd)
- Gullmack og Bokøl til Macks Ølbryggeri AS vant sølv i Grafills visueltutdeling i 2011

4.1.2 Økonomisk stilling

For å vise størrelsen på Tank har jeg valgt å utarbeide en tabell som viser utviklingen i inntekt og resultat for de siste 6 årene. Det vil bli gitt en nærmere analyse av tallene i både kapittel 6 (Regnskapsanalyse) og kapittel 7 (Estimering av fremtidig utvikling).

Tabell 1: Oversikt over inntekt og resultat for Tank i perioden 2005 til 2010

År	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Driftsinntekter	5 274 000	5 427 000	6 457 000	6 067 000	5 819 000	8 011 000
Driftsresultat	1 383 000	897 000	818 000	1 044 000	1 234 000	2 178 000
Resultat e. skatt	994 000	651 000	574 000	803 000	881 000	1 584 000

Ut ifra tabell 1 ser vi at Tank har hatt en noe ujevn inntektsstrøm i perioden. Regnskapsåret 2010 skiller seg klart ut med enorm vekst i driftsinntektene, hvor veksten fra 2009 er nesten på 38,0 %. Finanskrisen som for alvor gjorde seg gjeldende sommeren/høsten 2008 har hatt en innvirkning på inntektene til Tank i 2008 og 2009. Litt mindre oppdrag på grunn av innskjøringer hos en rekke kunder sørget for denne nedgangen i driftsinntektene. Selv med denne nedgangen har Tank levert overskudd hvert år. Overskuddet i 2010 økte med ca. 80 % i forhold til 2009.

4.2 Designbransjen og konkurrentene

Etter NACE (næringsgruppering) befinner Tank seg i bransjen for grafisk og visuell kommunikasjonsdesign (NACE kode 74.102)[4]. Innenfor bransjen for grafisk og visuell kommunikasjonsdesign er det totalt 2178 virksomheter, 1824 sysselsatte og en samlet omsetning på i overkant av 518 millioner kroner [5]. Designbransjen har de siste årene fått større oppmerksomhet. Dette skyldes Norsk Designråds og regjeringens satsning på design og verdiskapning. Nærings – og handelsdepartementets overordnede mål er ”å legge til rette for størst mulig verdiskapning i norsk økonomi” [6]. Norsk Designråd følger opp denne satsingen med å ha som formål ”å fremme bruk av design som et strategisk innovasjonsverktøy for å oppnå større konkurranseevne og lønnsomhet i norsk industri og næringsliv” [7].

For å få en bedre oversikt over hvilket marked Tank befinner seg i, har jeg valgt å se nærmere på tre av de nærmeste konkurrentene til selskapet. Reibo AS og Rød Tråd AS er lokalisert i Tromsø, mens Melkeveien Designkontor AS er å finne i Oslo. Melkeveien Designkontor AS er lik Tank på flere områder. De arbeider blant annet innen de samme fagområdene. Reibo AS og Rød Tråd AS står ikke oppført under samme NACE-bransje som Tank, men de leverer de

samme tjenestene og arbeider mot den samme kundegruppen. Alle regnskapstall er hentet fra Proff [8]. Regnskapsåret 2010 er ikke tatt med da man ikke har oversikt over konkurrentenes resultatposter.

Tabell 2: Inntekt og resultat for Tank og konkurrentene i perioden 2005 til 2009

År	2005	2006	2007	2008	2009
Driftsinntekter					
Tank Design Tromsø AS	5 274 000	5 427 000	6 447 000	6 067 000	5 819 000
Reibo AS	5 462 000	6 299 000	6 572 000	9 232 000	5 935 000
Rød Tråd AS	6 191 000	6 009 000	6 301 000	7 091 000	5 841 000
Melkeveien Designkontor AS	6 095 000	5 849 000	6 402 000	7 300 000	7 529 000
Driftsresultat					
Tank Design Tromsø AS	1 383 000	897 000	818 000	1 044 000	1 234 000
Reibo AS	663 000	456 000	825 000	505 000	-919 000
Rød Tråd AS	306 000	401 000	-231 000	159 000	-267 000
Melkeveien Designkontor AS	2 741 000	2 262 000	2 742 000	2 842 000	3 060 000
Årsresultat					
Tank Design Tromsø AS	994 000	651 000	574 000	803 000	881 000
Reibo AS	614 000	307 000	587 000	360 000	-661 000
Rød Tråd AS	154 000	226 000	-255 000	59 000	-236 000
Melkeveien Designkontor AS	1 969 000	1 654 000	2 075 000	2 121 000	2 255 000

Tabell 2 viser at både Tank og Melkeveien Designkontor AS har bedre resultat i 2009 enn Reibo AS og Rød Tråd AS. Tank og Melkeveien Designkontor AS er de eneste som hvert år siden 2005 har kunnet vise til positivt driftsresultat og resultat etter skatt. Reibo AS og Rød Tråd AS gikk begge med driftsmessig underskudd i 2009. Dette kan nok skyldes den relativt høye nedgangen i driftsinntektene i forhold til 2008. Når det gjelder størrelsen på driftsinntektene er alle fire selskapene jevnstore. Ingen av selskapene kan vise til en årlig økning i driftsinntektene og driftsresultatet i denne femårsperioden. Melkeveien Designkontor AS har dog hatt en årlig økning i disse regnskapspostene siden 2006.

5. Strategisk analyse

Ved å gjennomføre en strategisk analyse med fokus på de interne og eksterne forholdene i og rundt Tank, vil man danne seg et bilde over de risikoforhold som kan være med på å påvirke de fremtidige kontantstrømmene til selskapet. For å kartlegge de interne forholdene i Tank, er det valgt å bruke et verdiverksted som ser på primær – og sekundæraktivitetene til selskapet. For å belyse de eksterne forholdene har jeg valgt å benytte meg av to analyseverktøy: PESTEL-analyse og Porters konkurransemodell. I tillegg vil kapittelet avsluttes med en gjennomgang av de interne og eksterne forholdene i en SWOT-analyse.

Den strategiske analysen vil kunne være et viktig verktøy for ledelsen i Tank, men også for ansatte og potensielle investorer som vil vurdere Tanks fremtidige inntjening og lønnsomhet. En verdivurdering vil være påvirket av subjektive vurderinger og antagelser, og i så måte vil en strategisk analyse gi verdivurderingen den dybde som er nødvendig.

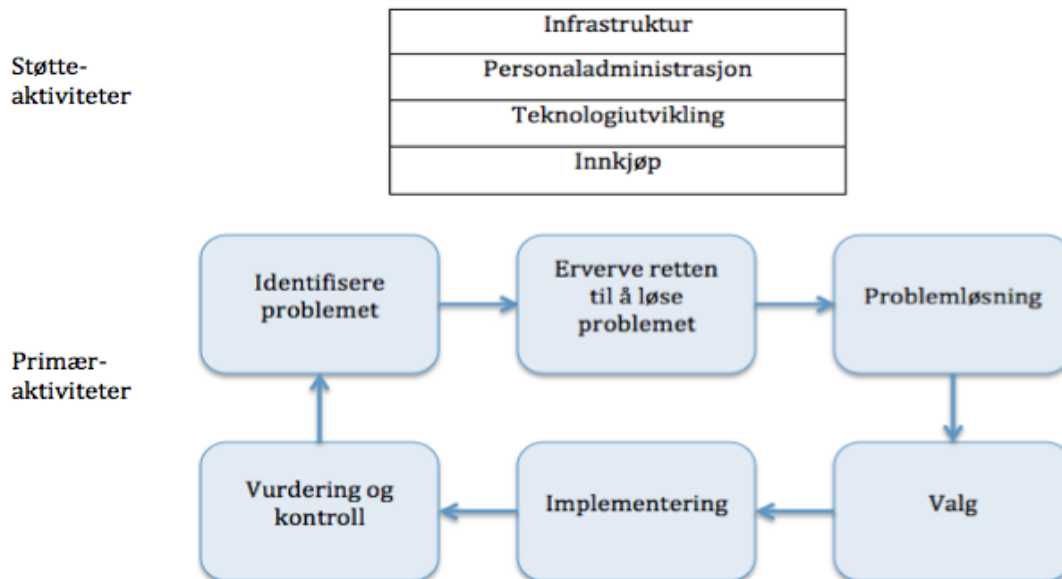
5.1 Verdiverksted

Den klassiske og velkjente verdikjeden beskriver hvordan aktiviteter er lenket sammen i industrielle virksomheter. Ved å analysere en slik verdikjede vil man kunne komme frem til hvilken kjernekompetanse virksomheten besitter (Porter, 1980). Da verdikjeden er utviklet i den hensikt å analysere produksjonsbedrifter, vil ikke dette analyseverktøyet være egnet på et selskap som Tank.

Verdiverkstedet er et analyseverktøy utviklet for å kartlegge verdiskapningen i en virksomhet. Analyseverktøyet er spesielt tilpasset kunnskapsbaserte virksomheter. Verdiskapningen i et verdiverksted skjer når virksomheten tilpasser sine aktiviteter og bruker sine ressurser til å løse ulike problemer for en kunde. I verdikjeden hvor verdien ligger i den ferdige løsningen, ligger verdien i et verdiverksted hos enkeltpersonene som utviklet løsningen (Roos et al., 2005). Et viktig trekk ved et verdiverksted, er betydningen av medarbeidernes kunnskap. Her står effektiv forvaltning av denne kunnskapen sentralt for å kunne lykkes i konkurransen mot andre virksomheter. I denne sammenhengen er omdømme ansett som en kritisk verdidriver (Gottschalk, 2003).

På lik linje med verdikjeden deler verdiverkstedet virksomhetens verdiskapende aktiviteter opp i primær – og støtteaktiviteter. De primære aktivitetene i en organisasjon bygger spesielt på problemløsning og beslutningstaking i fellesskap med kunden. Støtteaktivitetene er

hovedsakelig tilstede for å sørge for at konkurransefortrinnene i virksomheten vedvarer. Disse aktivitetene er ikke alltid klare og tydelige, da de ofte utføres på samme tid som primæraktivitetene. I tillegg gjennomføres aktivitetene ofte av samme person (Stabell og Fjeldstad, 1998). Primær – og sekundæraktivitetene kan illustreres i følgende figur:



Figur 7: Verdiverkstedet (Roos et al., 2005)

5.1.1 Primæraktiviteter

Primæraktivitetene i verdiverkstedet begynner med å identifisere problemet for kunden og avsluttes med vurdering og kontroll. Under følger en nærmere analyse av hver enkelt aktivitet.

Identifisere problemet

Denne hovedaktiviteten går ut på å finne et problem hos en organisasjon eller hos et individ. Tank har de siste 3-4 årene blitt et mer bevisst valg hos potensielle kunder i Tromsø og resten av Nord-Norge, og disse oppsøker selv Tank når de har et problem de ønsker å finne en løsning på. Tank sitt renommé er en viktig faktor i denne sammenhengen. For å identifisere problemet til kunden, innkaller Tank til et avklaringsmøte for å avdekke behovene og ambisjonsnivået hos kunden. I møtet ønsker Tank blant annet å få frem hvilke erfaringer kunden har med eksisterende løsninger i organisasjonen. Etter møtet utarbeider de et forslag på en prosjektbeskrivelse som blir oversendt kunden for nærmere ettersyn. I prosjektbeskrivelsen inngår også et budsjett over det planlagte arbeidet. Denne fasen kan

gjennomføres av samtlige ansatte, men budsjett og prosjektbeskrivelsen utarbeides i fellesskap med en eller flere av partnerne i selskapet.

Erverve retten til å løse problemet

Dette punktet ender med at man får den lovlige retten til å løse problemet for kunden. Kundene står helt fritt til å velge hvilket designbyrå de skal gi oppdraget til, men valget bygger mye på tidligere kundeforhold, hvor tillit mellom kunde og tilbyder står sentralt. Det er essensielt for Tank å opprettholde god tillit hos kundene sine, spesielt med tanke på å sikre en jevn og god inntektsstrøm i årene som kommer. Uavhengig av eierskap til selskapet blir en av de ansatte valgt til å være prosjektansvarlig og kontaktperson for kunden gjennom hele prosessen.

Problemløsning

I denne aktiviteten skjer selve problemløsningen, hvor aktivitetene som gjennomføres, går ut på å utvikle og vurdere forskjellige alternativer til løsning for kunden. Tank kaller denne fasen selv for konseptutvikling hvor resultatet skal være en eller flere skisser for overordnet grafisk profil. I denne fasen av prosjektet er det et sterkt fokus på leveringsdato og fremdrift. Da Tank er et rendyrket grafisk designbyrå, sitter de ikke selv på all kunnskap og kompetanse som noen ganger kreves i denne fasen av prosjektet. Hvis en tekst skal være en del av designprosjektet, leier de inn en prosatekstforfatter til å skrive teksten. En fotograf vil hentes inn hvis det skal benyttes bilder i designprosjektet. Selskapet er opptatt av å ikke gjøre ting de ikke er komfortable med å gjøre selv. Resultatet kan da bli dårligere enn hva de selv og kunden ønsker.

Valg

Dette er en aktivitet med et overordnet mål om å foreta et valg mellom de ulike løsningene som er utviklet av Tank. I denne fasen av prosjektet setter Tank og kunden seg ned og ser over skissene som er utviklet og gjør et valg ut fra dette. Her får kunden anledning til å justere opp eller ned ambisjonsnivået hva gjelder størrelse og fargebruk. Valget ender med et skriftlig designdokument, hvor det endelige produktet er beskrevet. Etter denne fasen har ikke kunden anledning til å gjøre ytterligere endringer, da de har bekreftet og godkjent oppdraget.

Implementering

I implementeringen faller aktivitetene som blir brukt til å kommunisere, organisere og iverksette den valgte løsningen hos kunden. Her blir selve løsningen levert til kunden. Da mange av oppdragene til Tank ender hos et trykkeri hvor plakater og pakning blir produsert, er dette en viktig fase for både Tank, trykkeri og kunde. Når trykkeriet har gjort jobben, vil det endelige produktet bli overlevert til kunden.

Vurdering og kontroll

Vurdering og kontroll er den siste aktiviteten som skal gjennomføres i et designprosjekt. Her gjelder det å måle og vurdere i hvilken grad implementeringen av den valgte løsningen faktisk har løst problemet for kunden. I denne fasen foregår det en de-brief med kunden hvor man går grundig igjennom oppfyllelse av forventninger og budsjett. Sluttfasen av ethvert prosjekt er viktig for selskapet. Hvis kunden er fornøyd med det Tank har levert, vet de at sjansen er stor for at kunden velger Tank også ved en senere anledning. I denne fasen av prosjektet vil mye av det fremtidige inntektsgrunnlaget skapes.

5.1.2 Støtteaktiviteter

Støtteaktivitetene til et verdiverksted består av infrastruktur, personaladministrasjon, teknologiutvikling og innkjøp. Aktivitetene vil bli gjennomgått og analysert i det følgende.

Infrastruktur

I denne støtteaktiviteten gjennomføres det generelle ledelsesoppgaver, planlegging og regnskap. Tank har valgt å ha en flat struktur i organisasjonen. Dette innebærer lite hierarki, noe som er spesielt viktig da energien deres skal være rettet mot å designe det unike for kunden. Bernt Birger Ottem har det øverste administrative ansvaret, men da de er tre partnere, fordeler de en del daglige administrative gjøremål seg imellom. De har valgt å sette bort regnskapsføringen til en autorisert regnskapsfører, siden de ønsker å ha fokus på designutvikling.

De gjennomfører en rekke prosjekter hvert år, og hvert prosjekt må ha en prosjektleder. Da fokuset ligger på å ha en flat struktur, får alle ansatte i Tank muligheten til å være prosjektleder, helt uavhengig av eierskap til selskapet. Partnerne er opptatt av å inkludere alle ansatte i arbeidet, samtidig som de ønsker at de ansatte utvikler seg både personlig og faglig gjennom å være prosjektleder. Med å delegere prosjektlederansvaret til de ansatte, mener

Bernt Birger Ottem at de ansatte blir ekstra motivert til å yte det lille ekstra som kreves i en tøff bransje.

Personaladministrasjon

Under personaladministrative aktiviteter finner man blant annet utvikling av belønningssystemer og rekruttering. Den viktigste ressursen til Tank er de ansatte og deres kompetanse. Kunnskapskapitalen er den viktigste kapitalen i Tank, og en del av denne kunnskapen (humankapitalen) forlater arbeidsplassen hver dag sammen med de ansatte. Selskapet har syv ansatte inkludert partnerne, noe som er relativt mange innen designbransjen. Selv med så mange ansatte vil de alltid være sårbar hvis en eller flere av de ansatte forlater selskapet. Siden ingen av de ansatte er nær pensjonsalder, vil den største trusselen være hvis de ansatte forlater Tank for å starte hos et konkurrerende designbyrå.

Eierne av Tank er opptatt av faglig og sosial påfylling, og sender derfor de ansatte ofte på seminarer. Den årlige designdagen i Oslo er populær blant de ansatte. Under denne dagen deler Norsk Designråd ut Merket for god design, et merke Tank har vunnet hele fem ganger. I tillegg holder Tank et årlig designseminar under Insomniafestivalen i Tromsø. Partnerne i Tank følger det samme belønningssystemet. De har samme lønnsnivå og utdeler utbytte etter eierandel i selskapet. De andre ansatte har lønn etter ansiennitet og utdanning. I tillegg fokuserer eierne på at de ikke skal vokse seg for stor. De har derfor satt et tak på 10 årsverk.

Teknologiutvikling

Aktiviteter som går inn under teknologiutvikling, er produksjonsprosessene som leder til det ferdige produktet til kunden. Tank utvikler designløsninger for kunden ved bruk av datamaskiner og installerte programmer. Det er Apple sine MacBook Pro maskiner som blir brukt til dette, og i så måte følger Tank Apple sin utvikling på området. Det er viktig at Tank og deres leverandører følger med på denne utviklingen da databransjen er i konstant utvikling.

Innkjøp

Innkjøpsaktiviteter skal sørge for at varer er på lager når behovet melder seg i produksjonen. Tank har ikke noe varelager, slik at innkjøpsaktiviteter går i hovedsak ut på kjøp av datamaskiner (Mac). Behovet for nytt datautstyr melder seg annet hvert år. Kostnaden knyttet til fornyelsen skrider seg til ca. 150 000 kr.

Mange av prosjektene til selskapet omfatter design av plakater og pakning. Den grafiske utformingen av dette gjør de selv. Opptrykk av plakater og produksjon av pakningsmaterieill

har de valgt å sette bort til andre selskaper som er spesialister på dette. Hvis de ønsker å ha bedre kontroll over kvaliteten på plakater og pakkingsmateriell, kan en mulighet være å kjøpe seg inn på eiersiden i et allerede eksisterende trykkeri.

5.2 PESTEL-analyse

En strategisk analyse av Tank skal også se nærmere på makroomgivelsene til selskapet. En måte for å få bedre oversikt over hvordan omgivelsene påvirker selskapet og hvordan en kan møte potensielle utfordringer og trusler på, er å gjennomføre en PESTEL-analyse. Funnene i analysen kan også brukes i forbindelse med kartlegging av det fremtidige inntektsgrunnlaget til Tank. Analysen legger opp til å kartlegge seks ulike eksterne forhold: political (politisk), economical (økonomisk), social (sosiokulturelle), technological (teknologisk), environmental (miljømessig) og legal (lovmessig) (Johnson, Scholes og Whittington, 2008). Da Tank ikke er en typisk produksjonsbedrift, vil enkelte av de eksterne forholdene ikke være relevant å analysere (Roos et al., 2005). I denne sammenhengen vil det bli sett nærmere på de politiske, økonomiske og teknologiske forholdene som eksisterer i omgivelsene til Tank.

5.2.1 Politiske forhold

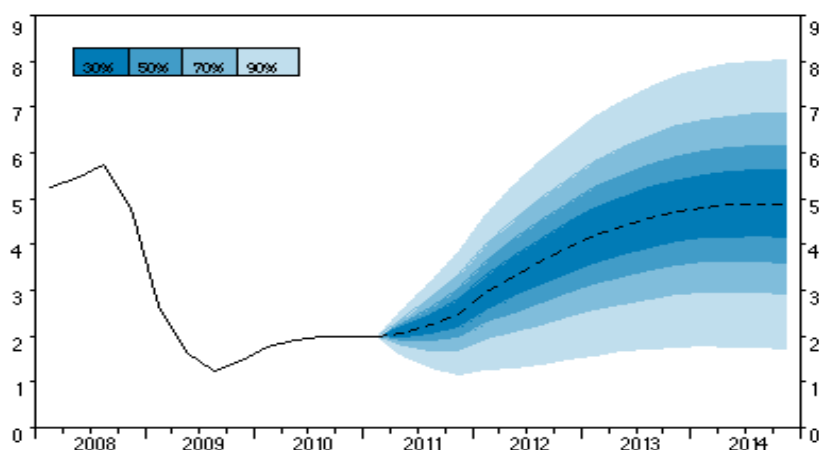
De politiske forholdene omfatter lover og forskrifter gitt fra myndighetene, og er ufravikelige krav for Tank og bransjen. Noen av designoppdragene Tank utfører er for offentlige institusjoner. Disse institusjonene er omfattet av lov om offentlige anskaffelser. Denne loven skal være med på å øke verdiskapningen i samfunnet og regulerer hvordan statlige, fylkeskommunale og kommunale myndigheter skal foreta anbudskonkurranser, jf. offanskl. §§ 1 og 2. Det har til tider vært opprør innad i designbransjen på grunn av offentlige aktørers opptreden i anbudskonkurranser [10]. Det er med andre ord omfattende og tidskrevende å delta i slike anbud.

For regnskapsåret 2011 har det blitt frivillig revisjon for små aksjeselskap. For å bli karakterisert som små aksjeselskap, må følgende tre krav være oppfylt: mindre enn 5 millioner kroner i omsetning, mindre enn 20 millioner kroner i balansesum og ikke mer enn 10 årsverk. Dette innebærer at aksjeselskaper og NUFer (Norskregistrert Utenlandsk Foretak) med begrenset ansvar blir likestilt hva angår krav til revisjon [11]. Siden Tank ikke omfattes av denne lovendringen, vil kunder, leverandører og banker fortsatt få tilgang til kvalitetssikret informasjon, især resultatutviklingen fra år til år. For en del konkurrerende designbyrå kan konsekvensene av å ikke gjennomføre revisjon, være tap av kunder.

5.2.2 Økonomiske forhold

Finanskrisen startet for fullt høsten 2008 og har rammet svært mange land, virksomheter og enkeltindivider. Tank har ikke kuttet noe innad på grunn av finanskrisen, slik at lønnsnivå og antall ansatte er opprettholdt. Dette kommer av at de største og viktigste kundene til Tank ikke gikk konkurs. Tank merket dog noe nedgang i driftsinntektene i 2008 og 2009, som skyldes at flere av de små kundene foretok kutt i kostnadspostene. Kuttene gikk primært utover profilerings – og markedsføringsbudsjettet. Nedgangen i driftsinntektene ble snudd til betydelig oppgang for Tank i 2010.

Finanskrisen forårsaket en rekke endringer i økonomien, herunder styringsrenten i Norge. Styringsrenten ble satt ned flere ganger da Norges Bank innså hvor omfattende krisen visste seg å være. Styringsrenten nådde sitt bunnivå på 1,25 % 17. juni 2009. Styringsrenten har gått noe opp siden da, og er nå på 2 % [12]. Under følger en graf som viser Norges Banks forventede utvikling i styringsrenten for de kommende årene.

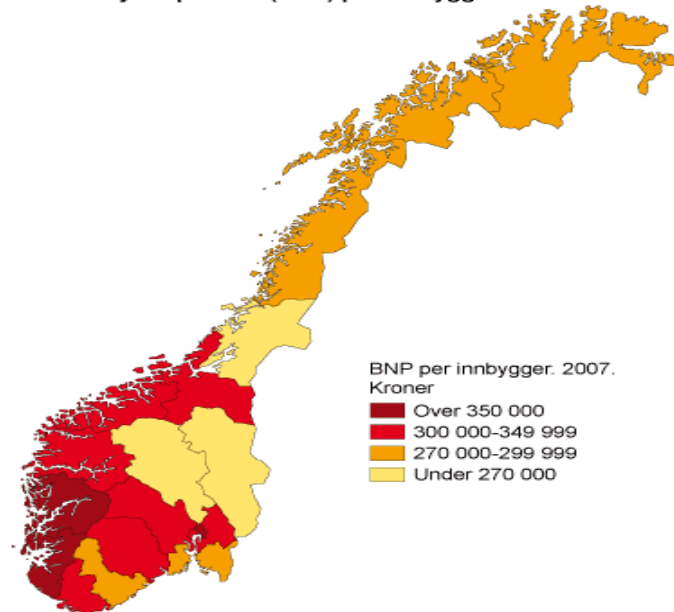


Figur 8: Forventet utvikling i styringsrenten (Norges Bank)

Ut fra figur 8 ser vi at Norges Bank i løpet av 2014 forventer at styringsrenten vil være tilbake på et normalt nivå på ca. 5,0 % [13]. Dette gir indikasjoner på at de venter økonomisk vekst og stabilisering i markedet. Tank har for tiden ikke rentebærende gjeld i balansen, slik at den forventede renteutviklingen vil ikke ramme selskapet og designbransjen like hardt som tilfellet vil være for konkurranseutsatt næring.

Et annet viktig økonomisk forhold som kan påvirke Tank, er utviklingen i Bruttonasjonalproduktet (BNP). BNP økte med 0,3 % for Fastlands-Norge i 4. kvartal 2010 etter å ha vokst med 1,1 % i 3. kvartal 2010. For hele 2010 var økningen på 2,2 % etter å ha falt med 1,5 % i 2009 [14]. BNP pr. innbygger i Norge følger under:

Bruttonasjonalprodukt (BNP) per innbygger. 2007



Figur 9: Norgeskart og BNP (SSB)

Ut fra kartet over ser vi at Nord-Norge har en BNP pr. innbygger rundt gjennomsnittet for den norske befolkningen [15]. Det meget høye BNP-nivået for Vestlandet, skyldes olje – og gassindustrien.

Selv med forventninger om vekst og stabilisering i markedet, mener det internasjonale pengefondet (IMF) at en ny finanskriser kan være på vei. Dette skyldes den enorme veksten i Exchange Traded Funds (ETF). Disse fondene er også populære i Norge, slik at det er svært usikkert hvordan en eventuell ny krise vil ramme det norske markedet [16].

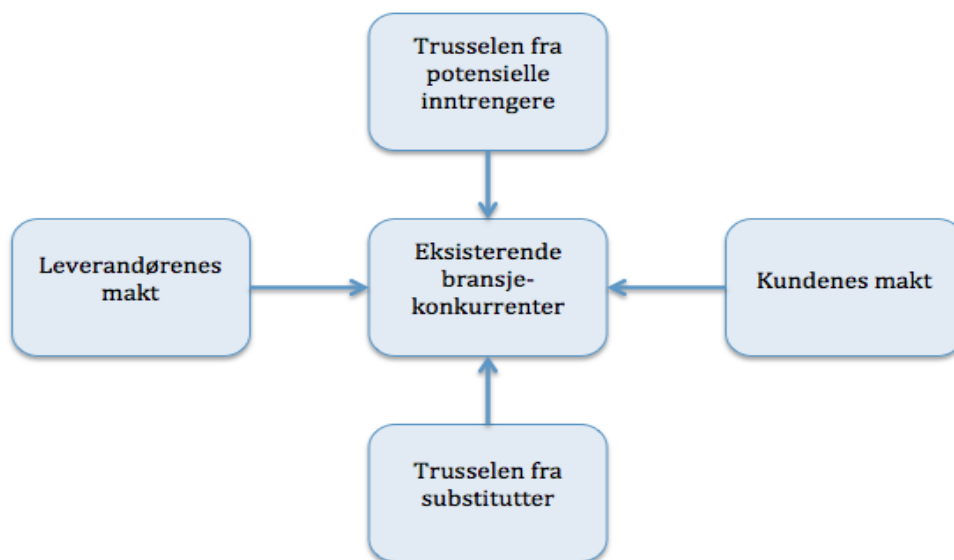
5.2.3 Teknologiske forhold

Teknologiske forhold dreier seg om faktorer innen forskning og utvikling (FoU) og teknologioverføring, som kan gi økonomiske incentiver for selskapet. Dette kan føre med seg nyvinninger, som i neste omgang kan gi nye produkter og tjenester som kundene etterspør. Tank sier at design er teknologisk uavhengig, men at datamaskiner er med på å gjøre arbeidsdagene mer effektiv. I tillegg må de benytte seg av datamaskiner for å kunne konkurrere mot andre designbyrå. Designfaget eksisterte i lang tid før datamaskiner ble oppfunnet, og vil fortsatt eksistere uansett hvordan de teknologiske trendene utvikler seg. Da de ansatte i Tank bruker mye av sin arbeidsdag fremfor datamaskinen og utvalget av programmer som er installert på disse maskinene, vil det være viktig for selskapet å følge med på teknologiutviklingen. De besitter ikke selv kunnskap og kompetanse for å utvikle egne

programmer, slik at de er helt avhengige av at andre aktører i markedet kan stille med det arbeidsverktøyet de trenger.

5.3 Porters konkurransemodell

For å belyse de eksterne forholdene til Tank, har jeg valgt å benytte Porters Konkurransemodell som et supplement til PESTEL-analysen. Porters konkurransemodell tar for seg fem forskjellige konkurransekrefter som eksisterer i bransjen, hvor den samlede styrken til disse bestemmer profittpotensialet i bransjen. Konkurransekraftene skal være et verktøy for å forstå dynamikken i bransjen. I tillegg er disse kreftene med på å legge føringen for hvordan en virksomhet bør posisjonere seg i forhold til sine konkurrenter (Porter, 1980). De fem konkurransekraftene er trusselen fra eksisterende bransjekonkurrenter, leverandører, kunder, potensielle inntrengere og substitutter.



Figur 10: Porters konkurransemodell (Porter, 1980)

5.3.1 Eksisterende bransjekonkurrenter

På lik linje med andre bransjer, eksisterer det i designbransjen også konkurranse og rivalisering blant selskapene. Dette er en faktor som kan påvirke selskapets muligheter for lønnsom drift. Konkurrerende aktører er selskaper som tilbyr liknende produkter og tjenester til den samme kundegruppen (Johnson, Scholes og Whittington, 2008). Det eksisterer forskjellige taktikker blant konkurrentene hva angår markedsføring og service, noe som kan slå både negativt og positivt ut. Dette avhenger av hvordan bransjen som helhet reagerer på for eksempel en markedsføringskampanje til et selskap.

Både på regionalt og nasjonalt nivå eksisterer det svært mange virksomheter innen designbransjen. Da design inneholder svært mange grener, vil en rekke virksomheter ikke være i konkurranse med og mot Tank. Tank plukker selv ut Melkeveien Designkontor AS, Reibo AS og Rød Tråd AS som sine største konkurrenter, da de kjemper om de samme kundene og opererer innenfor de samme designgrenene. Reibo AS og Rød Tråd AS er begge lokale virksomheter i Tromsø, og i noen sammenhenger appellerer de til en større kundegruppe enn Tank. Da Tank er et rendyrket designbyrå, har Reibo AS og Rød Tråd AS i tillegg kompetanse innen markedsføring og webhotell.

Følgende tabell viser driftsinntekter, årsresultat og antall ansatte for Tank og konkurrentene for regnskapsåret 2009:

Tabell 3: Konkurrenttabell (2009)

Selskap	Driftsinntekter	Årsresultat	Ansatte
Tank Design Tromsø AS	5 819 000	881 000	7
Reibo AS	5 936 000	-661 000	5
Rød Tråd AS	5 841 000	-236 000	11
Melkeveien Designkontor AS	7 529 000	2 255 000	5

Med få ansatte leverer Melkeveien Designkontor AS et meget solidt årsresultat. De har både høyere driftsinntekter og bedre årsresultat enn Tank. Rød Tråd AS er jevnstore med Tank hva angår driftsinntekter, men er klart større når det kommer til antall ansatte. Reibo AS skiller seg ut med et meget dårlig årsresultat. I forhold til Tank sine nærmeste konkurrenter, peker Melkeveien Designkontor AS seg ut som markedsleder. Siden det eksisterer svært mange fagområder innen design, vil det være en rekke markedsledere innen de respektive fagområdene. Da regnskapstallene for 2010 ikke er tilgjengelig for konkurrentene, er det ikke mulig p.t. å finne ut om det er flere enn Tank med høy vekst i både driftsinntekter og årsresultat.

5.3.2 Leverandørenes makt

Leverandørene ønsker å sitte igjen med et så stort overskudd som mulig. For å kunne gjøre dette, kan leverandørene blant annet presse prisene opp eller redusere kvaliteten på produktene de leverer. Graden av makt leverandørene har over kjøper, avhenger av deres størrelse og posisjon i markedet. Leverandørenes makt øker hvis produktene eller tjenestene de selger, er en viktig input for kjøper og kjøpers virksomhet (Porter, 1980).

Tank benytter en rekke leverandører som et ledd i designprosjektene. Mye av arbeidet de utfører krever tilgang på trykkeri. Da Tank ikke selv står for opptrykk av plakater, cd-cover og årsrapporter, er de avhengig av trykkerier. Trykkeriene spesialisere seg innenfor forskjellige områder, noe som gjør at Tank har en rekke leverandørene å forholde seg til. Lundblad Media AS er Nord-Norges største trykkeri og er en viktig leverandør for Tank. Da Tank ofte er avhengig av leveranser fra selskapet, i tillegg til deres store kundekartotek, står Lundblad Media AS i en sterk forhandlingsposisjon. Dette fører til at Lundblad Media AS stiller sterkt i prissetting og kvaliteten på produktet de leverer.

Gunnarshaug Trykkeri AS er et annet trykkeri og en viktig leverandør for Tank. Selskapet har store markedsandeler i Norge og omsetter for ca. 40 millioner kr årlig. Gunnarshaug Trykkeri AS er lokalisert i Stavanger og betjener det lokale og nasjonale markedet. Tank benytter seg av selskapets tjenester når de har behov for ekstra store format på blant annet plakater.

123 Data Applestore AS er en viktig leverandør for Tank. Selskapet spesialisere seg på salg av Apple produkter og har bedriftsmarkedet som sitt satsningsområde. Tank har brukt selskapet fast i mange år. Da Tank bruker en rekke design – og redigeringsprogrammer, er de avhengig av å ha en leverandør som kjenner til disse programmene. Det er ifølge daglig leder i Tank, Bernt Birger Ottem, ikke vanskelig å skifte leverandør. På grunn av deres lange og gode forhold til 123 Data Applestore AS, vil det kunne ta noe tid for en ny leverandør å få oversikt over alle behovene til selskapet.

Lundblad Media AS, Gunnarshaug Trykkeri AS og 123 Data Applestore AS har alle en sterk posisjon i sitt marked og er viktige leverandører for Tank. Tank er avhengig av disse for å kunne levere produktene og tjenestene kundene etterspør. Med utgangspunkt i dette, har leverandørene en sterk forhandlingsposisjon og makt over Tank.

5.3.3 Kundenes makt

Kundenes makt gjenspeiler seg i deres evne til å kunne presse prisene ned, erverve bedre kvalitet på de produkter og/eller tjenester de kjøper. På samme måte som for leverandører, er graden av makt overfor tilbyder avhengig av hvor stor kunden er, og hvor avhengig tilbyder er av at nettopp denne kunden (Porter, 1980).

Tilgangen på kunder er nesten ubegrenset, og Tank har mange kunder i sitt kundekartotek. Aktuelle kunder finner man i alle bransjer. Årsaken til det store kundegrunnet, er at før eller siden er virksomheter avhengig av å profilere seg mot ulike markeder (bedriftsmarkedet

og personmarkedet). De søker derfor svært ofte hjelp hos grafiske designbyrå. Det kan være en ny bedriftsprofil med ny eller redesignet logo, eller et behov for utforming av pakningsmateriell.

Tank bruker mye tid på sine største kunder siden disse utgjør mye av inntektsgrunnlaget for selskapet. Under følger en tabell med de største og viktigste kundene, og deres andel av driftsinntektene i 2009 og 2010.

Tabell 4: Viktige kunder for Tank

	2009	% av drifts- inntekter	2010	% av drifts- inntekter
Macks Ølbryggeri AS	1 241 640	21,3 %	1 643 884	20,5 %
Eksportutvalget For Fisk	720 195	12,4 %	1 284 805	16,0 %
TIFF	205 400	3,5 %	466 500	5,8 %
Hålogaland Teater	43 520	0,8 %	556 465	6,9 %

Ut ifra tabell 8 kan man se at Macks Ølbryggeri AS og Eksportutvalget For Fisk utgjør 33,7 % av hele inntektsgrunnlaget for Tank i 2009. I 2010 er deres del av de totale driftsinntektene økt ytterligere til 36,5 %. Dette tilsvarer 2 928 689 kr av de totale driftsinntektene. Tromsø Internasjonale Film Festival (TIFF) og Hålogaland Teater har bidratt med betydelig større inntekter for Tank i 2010 sammenlignet med 2009. Deres andel av driftsinntektene økte med 311 % fra 248 920 kr i 2009 til 1 022 965 kr i 2010.

Da Macks Ølbryggeri AS og Eksportutvalget For Fisk bidrar med betydelige inntekter for Tank, anser jeg kundenes makt over Tank som vesentlig. Selv om de ikke er i posisjon til å presse prisene ned, er de så store at Tank er helt avhengig av å ikke miste disse kundene. Hvis en eller flere av de nevnte kundene velger å gå over til et annet designbyrå, vil Tank kunne miste betydelige inntekter.

5.3.4 Trusselen fra potensielle inntrengere

Nye inntrengere i bransjen bringer med seg større kapasitet, ønsket om å kapre markedsandeler og besitter ofte betydelige ressurser (Porter, 1980). Dette kan i neste omgang føre til redusert lønnsomhet på grunn av prispressing og økte kostnader rundt den nye konkurransesituasjonen (Roos et al., 2005). Porter (1980) argumenterer for at det eksisterer seks kilder til hinder for potensielle inntrengere: stordriftsfordeler, produkt differensiering, kapitalbehov, byttekostnader, adgang til distribusjonskanaler og kostnadsulemper uavhengig

av størrelse og politisk rammeverk. I denne strategiske analysen av Tank, velges det å se på kapitalbehov, byttekostnader og adgang til distribusjonskanaler.

Kapitalbehov

Det kreves noe kapital for å kunne etablere seg i designbransjen. Kapitalbehovet knytter seg først og fremst til arbeidsverktøy i form av datamaskiner og programmer. Dette er kostbare produkter hvor det må påregnes utskiftninger annet hvert år på grunn av teknologiutviklingen i markedet. Sammenlignet med typiske produksjonsbedrifter, anser jeg ikke kapitalbehovet som et stort hinder for nyetablering.

Byttekostnader

Byttekostnader er kostnader en kunde har ved å bytte leverandør, og kan være en kilde til etableringshinder. I typiske produksjonsbransjer ligger mye av byttekostnadene i det teknologiske utstyret. Innenfor designbransjen ligger fokuset heller på tillit og byttekostnaden knyttet til tillit. Det kan ta lang tid å bygge opp tillit mellom en ny leverandør og kunden, noe som kan gå utover det ønskede resultatet for begge parter. Tank har de senere år bygget opp nære samarbeidsforhold til flere kunder, og er et tegn på god tillit mellom partene. Macks Ølbryggeri AS, Eksportutvalget For Fisk, TIFF og Hålogaland Teater er noen av kundene Tank har hatt et langt og godt samarbeidsforhold til. Slik jeg ser det, vil byttekostnader i form av tillit være et stort etableringshinder for nye aktører i designbransjen.

Adgang til distribusjonskanaler

Dette hinderet dreier seg om adgangen til distribusjonskanalene i bransjen. Da det primært er datautstyr i form av maskiner og installerte programmer som er arbeidsverktøyet innen bransjen, er tilgangen på leverandører stort. For nye designbyrå vil det derfor ikke være vanskelig å komme i kontakt med leverandører av slike produkter. Tank bruker datamaskiner utviklet av Apple hvor Eplehuset, Humac, 123 Data Applestore AS og Apple Store, er de største leverandørene av slike produkter i Norge. De fleste av konkurrentene til Tank bruker også maskiner utviklet av Apple som sitt arbeidsverktøy. Det er i tillegg et stort antall trykkeri i Norge, og disse er bransjen ofte avhengig av i designprosjektene. Da tilgangen på leverandører er bredt, anses ikke adgangen til distribusjonskanaler som et etableringshinder for nye virksomheter i designbransjen.

5.3.5 Trusselen fra substitutter

Substitutter er produkter eller tjenester med de samme funksjonene og fordelene som selve produktene og tjenestene i bransjen (Johnson, Scholes og Whittington, 2008). Substitutter er med på å presse lønnsomheten ned i bransjen, fordi substituttene fører med seg en begrensning hva gjelder prisnivå (Roos et al., 2005). Porter (2001) mener at internettets inntreden og voksende dominans som informasjonskilde, er med på å gjøre industrien mer effektiv med det resultat at markedet vokser. Med internettets inntog følger også en økning i trusselen fra substitutter.

Det eksisterer svært ulike substitutter innen design. Dette skyldes at fagområdet er bredt og omfatter mange grener (identitet, pakning, interaktiv, mv.). En substitutt til pakningsdesign, kan være en Macoperatør på et trykkeri. Denne operatøren utfører svært enkle oppgaver for kunden. En slik oppgave kan for eksempel være å trykke en tekst på en pakning. Dette sparer kunden for en del kostnader. Det er dog en mulighet for at resultatet ikke er slik kunden ønsker.

Internett er en omfattende og innholdsrik informasjonskilde for svært mange, det være seg forbrukere, interessenter og investorer. Et av områdene Tank er spesialister på, er utforming av interaktive medier. I dagens marked er det viktig for selskaper å profilere seg på flere områder, herunder på egne hjemmesider. Grafisk utvikling av hjemmesider kan andre enn grafiske designbyrå utføre. Det finnes mange selvlærte personer som utfører slike oppgaver på hobbybasis og for en betydeligere lavere kostnad.

I forhold til for eksempel bil – og elektronikkbransjen, er det ikke like klare substitutter innen designbransjen. Selv om det eksisterer substitutter innen design, kan disse ofte være vanskeligere å bli oppfattet som substitutter. Med dette som grunnlag anser jeg ikke substituttene i bransjen som noe stor trussel for Tank.

5.4 SWOT-analyse

SWOT-analysen er en oversiktlig analyse som oppsummerer de interne og eksterne forholdene til Tank. For å kartlegge de interne forholdene, gjøres dette ved å se på selskapets styrker (S) og svakheter (W), mens de eksterne forholdene omfatter muligheter (O) og trusler (T) (Kotler, 2005). SWOT-analysen tar utgangspunkt i funnene fra verdiverkstedet, PESTEL-analysen og Porters konkurransemodell. Analysen fremkommer i stikkordsform under:

5.4.1 Styrker (S)

Veletablert virksomhet

- Tank har eksistert i 9 år og har en rekke anerkjente virksomheter i Tromsø og omegn i sitt kundekartotek.
- Meget lav gjennomtrekk av ansatte.

Tillit hos kunder

- Eksportutvalget For Fisk (EFF), Macks Ølbryggeri AS, Tromsø Internasjonale Film Festival (TIFF) og Hålogaland Teater er bare noen få eksempler på kunder som Tank har et langt og godt samarbeidsforhold til.

Driver med overskudd

- Tank har levert overskudd hvert år siden oppstarten i 2002, og har hatt en høy vekst i egenkapitalandelen fra 10 % i 2009 til 51,1 % i 2010. Veksten henger sammen med det svært gode årsresultatet i 2010 på nesten 1,6 millioner kr.

Kompetanse

- Alle ansatte har utdanning på høyskole – og universitetsnivå fra blant annet Kunsthøgskolen i Oslo (tidligere Statens Håndverks – og Kunstindustriskole i Oslo) og Emily Carr Institute of Art & Design i Vancouver.

Flat struktur

- Den valgte organisasjonsstrukturen gjør det enklere å delegere en del ansvar til de ansatte i selskapet. Prosjektlederne er ofte de ansatte uten aksjonærinteresser i selskapet. Tank mener selv at de ansatte vokser personlig på lederansvaret.

5.4.2 Svakheter (W)

Sårbare på ansatte

- Selskapet er ikke sikret mot at ansatte slutter, og i denne type bransje vil det være vanskelig å finne kvalifisert arbeidskraft på kort tid.

Faren for tap av humankapital

- Med tanke på at de er en kompetansebedrift, vil faren alltid være tilstede for at noe av kunnskapen forsvinner fra selskapet, både ved ineffektivitet og når ansatte går hjem for arbeidsdagen.

5.4.3 Muligheter (O)

Kjøpe seg inn i et eksisterende trykkeri

- Mye av arbeidet Tank utfører ender opp hos trykkeri. For å få bedre kontroll over denne delen av arbeidsprosessen, kan selskapet kjøpe seg inn på eiersiden i et allerede eksisterende trykkeri.

Flere ansatte

- Med stadig økning i kundekartoteket kan det bli behov for å utvide med flere ansatte. For å imøtekomme kundene er det en mulighet å ansette flere designere og en administrativ ansvarlig, som kan ta det daglige arbeidet rundt regnskapsføring og fakturering. Dette kan gjøres innenfor rammen på 10 årsverk som Tank selv har satt.

5.4.4 Trusler (T)

Finanskrisen

- Selv om de største hendelsene knyttet til finanskrisen er over, mener blant annet det internasjonale pengefondet (IMF) at en ny finanskrise kan være på vei. Hvordan en eventuell ny finanskrise vil ramme Tank, er svært usikkert.

Nye aktører

- Det har over lengre tid vært gode penger å tjene i designbransjen, og dette har ført til at flere designere etablerer egne selskaper. Med nye aktører på banen, kan lønnsomheten bli redusert og eksistensgrunnlaget for enkelte kan falle bort.

Miste kunder

- Fire kunder (Eksportutvalget For Fisk, Macks Ølbryggeri AS, TIFF og Hålogaland Teater) står for 49,2 % av inntektsgrunnlaget til Tank i 2010. Tank vil merke godt

hvis en eller flere av disse velger å gå over til et annet designbyrå. Det kan føre til tap av driftsinntekter.

Miste leverandører

- Da store deler av oppdragene ender opp hos trykkeri før levering til kunde, er de helt avhengig av at trykkeriene utfører arbeidet etter fastsatte spesifikasjonskrav og frister.

6. Regnskapsanalyse

Regnskapsanalyse er en nærmere gjennomgåelse av regnskapet, hvor nøkkeltall blir beregnet for å måle lønnsomhet, likviditet, soliditet og finansiering til selskapet og noen av konkurrentene i bransjen. Målet med en slik analyse er å få mer informasjon om selskapet enn det som fremkommer i årsregnskapet og årsrapporten (Tellefsen og Langli, 2005). I tillegg går regnskapsanalysen ut på å bearbeide regnskapsdata, hvor formålet er å si noe om bedriftens økonomiske stilling og utvikling (Eklund og Knutsen, 2003).

I regnskapsanalysen har jeg tatt utgangspunkt i årsregnskapene fra 2005 til 2010. For regnskapsåret 2010 er det kun Tank som er med i analysen, da regnskapene for konkurrentene ikke er publisert offentlig. Dette skyldes at regnskapet for 2010 ikke er godkjent av verken generalforsamlingen eller revisor. Fristen for dette er 30. juni 2011, jf. asl. § 5-5. Da det ikke eksisterer bransjetall har jeg valgt å benytte et gjennomsnitt for Tank sine nærmeste konkurrenter som rettesnor i analysen: Reibo AS, Rød Tråd AS og Melkeveien Designkontor AS. I dette kapitlet vil nøkkeltall innenfor likviditet, soliditet og lønnsomhet bli beregnet og analysert. Arbeidskapital er et viktig nøkkeltall som ofte inngår i en regnskapsanalyse. I forbindelse med estimering av fremtidig utvikling, vil arbeidskapital bli beregnet og analysert i delkapittel 7.9.

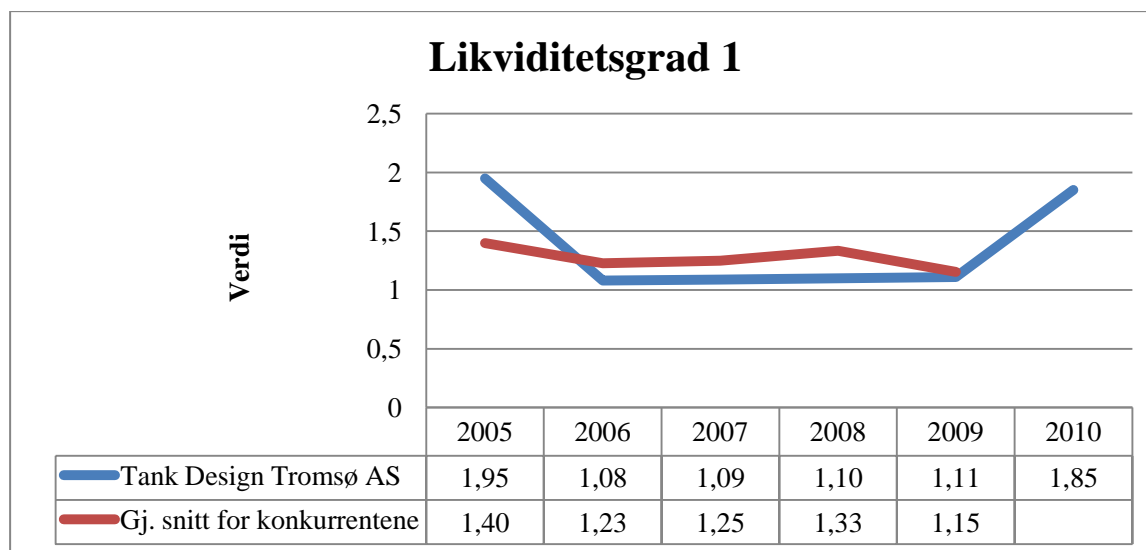
6.1 Likviditetsanalyse

Med likviditet menes en bedrifts betalingsevne. En analyse av likviditeten skal avdekke i hvilken grad bedriften er i stand til å oppfylle sine betalingsforpliktelser når de forfaller (Hansen, Ottesen og Øyen, 2005). Likviditetsanalyse tar utgangspunkt i selskapets balanse. I denne analysen vil likviditetsgrad 1 og 2 bli beregnet.

6.1.1 Likviditetsgrad 1

Likviditetsgrad 1 beskriver i hvilken grad omløpsmidlene er finansiert med kortsiktig gjeld. Det opereres med ulike krav til hvor stor likviditetsgrad 1 bør være, avhengig av hvilken bransje selskapet tilhører. Hansen, Ottesen og Øyen (2005) og Kristoffersen (2005) anbefaler at likviditetsgrad 1 bør være større enn 2. Hvis dette kravet er oppfylt, betyr det at mer enn halvparten av omløpsmidlene er finansiert med langsiktig gjeld og egenkapital. Penman (2007) sier at likviditetsgrad 1 beregnes ved å dele omløpsmidler (eiendeler det forventes å generere inntekter fra innen et år) på kortsiktig gjeld (gjeld som forfaller innen et år).

$$\text{Likviditetsgrad 1} = \frac{\text{Omløpsmidler}}{\text{Kortsiktig gjeld}}$$



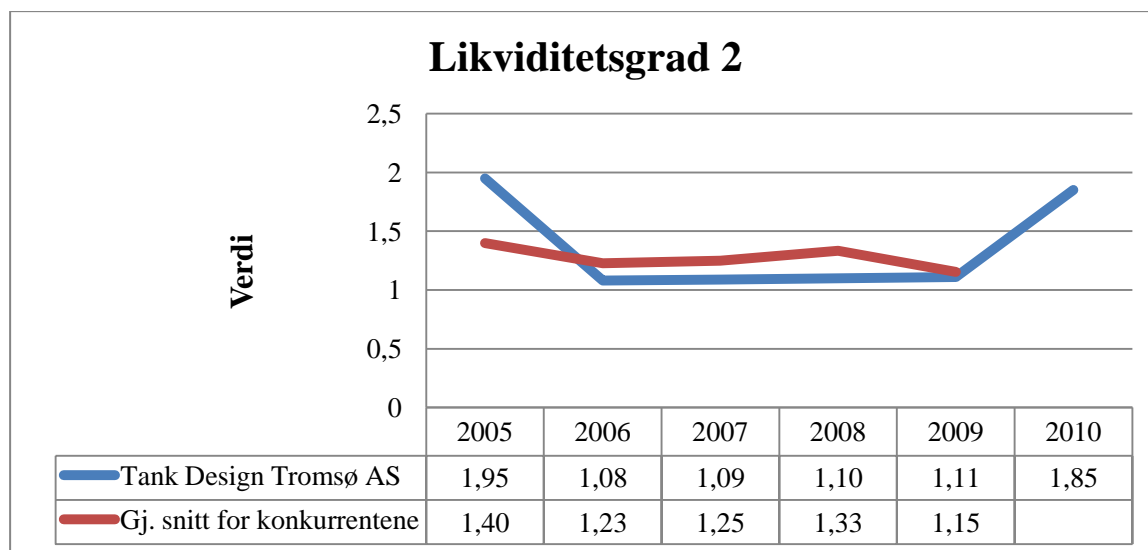
Figur 11: Likviditetsgrad 1

Ut fra figur 11 har likviditetsgrad 1 variert fra 1,08 til 1,95 for Tank. I 2006 gikk likviditetsgraden betraktelig ned på grunn av økt kortsiktig gjeld. Det har vært små endringer i nøkkeltallet fra 2006 til 2009. I 2010 gikk likviditetsgraden opp til 1,85. Forbedringen skyldes at selskapet reduserte kortsiktig gjeld med nesten 500 000 kr. Med dette som grunnlag oppfyller ikke Tank kravet om å ha en likviditetsgrad på over 2. En stor del av omløpsmidlene er dermed finansiert av kortsiktig gjeld. Hvis en sammenligner Tank mot konkurrentene, ligger de under konkurrentenes nivå fra 2006 til 2009. Det kan dog diskuteres hvor høyt dette nøkkeltallet bør være, sett i forhold til selskapets størrelse og bransjen Tank og konkurrentene opererer i. Det er viktig å presisere at likviditetsgraden sjelden er så høy som normtallet.

6.1.2 Likviditetsgrad 2

Til forskjell fra likviditetsgrad 1, omfatter likviditetsgrad 2 bare de mest likvide omløpsmidlene. Likviditetsgraden skal vise bedriftens evne til å dekke den kortsiktige gjelden ved hjelp av de mest likvide omløpsmidlene. Dette er omløpsmidler som ved en enkel transaksjon kan omgjøres til likvider (Kristoffersen, 2005). Likviditetsgrad 2 omfatter normalt alle omløpsmidler foruten varebeholdning. Det anbefales at dette nøkkeltallet bør være større enn 1. Likviditetsgrad 2 beregnes slik:

$$\text{Likviditetsgrad 2} = \frac{\text{Mest likvide omløpsmidler}}{\text{Kortsiktig gjeld}}$$



Figur 12: Likviditetsgrad 2

Ut fra figur 12 ser vi at både Tank og konkurrentene oppfyller kravet om å ha en likviditetsgrad på over 1 i hele perioden. Nøkkeltallet har variert mellom 1,08 og 1,95 for Tank med en betydelig nedgang i 2006. Denne nedgangen skyldes redusert kontantbeholdning i kombinasjon med økning i kortsiktig gjeld. Fra og med 2006 har Tank ligget på et lavere nivå enn konkurrentene. I 2010 ble den kortsiktige gjelden til Tank redusert kraftig, noe som førte til en økning i likviditetsgrad 2 fra 1,11 til 1,85. Med dette som grunnlag, ser jeg en positiv utvikling for Tank. Likviditetsgrad 1 og 2 er den samme for både Tank og konkurrentene. Dette skyldes at det ikke er vanlig å ha varelager i denne bransjen.

6.2 Soliditetsanalyse

Det er viktig å kartlegge soliditeten til selskapet, da årsregnskapet ikke alltid er så informativt som ønskelig. Med soliditet menes bedriftens evne til å tåle tap og å innfri forpliktelser på lang sikt (Tellefsen og Langli, 2005). Soliditetsanalysen bygger på egenkapital og gjeld (kortsiktig og langsiktig gjeld) hentet fra selskapets balanse. I denne sammenhengen vil egenkapitalandel og gjeldsgrad bli beregnet og analysert.

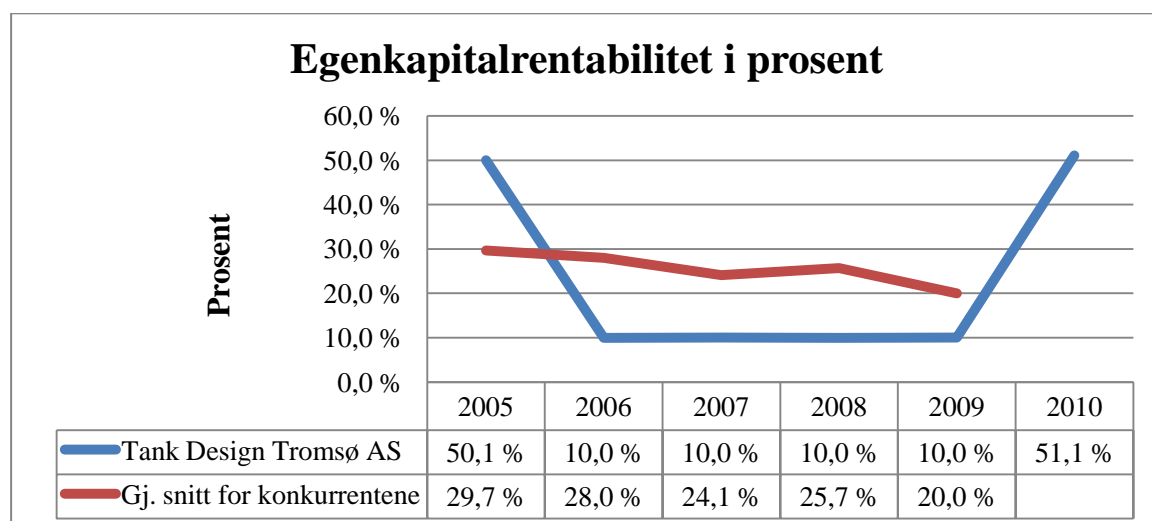
6.2.1 Egenkapitalandel i prosent

Egenkapitalandel i prosent skal gi informasjon om hvor mye av eiendelene i selskapet som er finansiert med egenkapital. I tillegg gir nøkkeltallet en indikasjon på hvor mye av kapitalen

selskapet kan tape før fremmedkapitalen (kapital gitt av långiverne) blir påført tap (Eklund og Knutsen, 2003).

Hvor stor egenkapitalandelen bør være, beror mye på ulike risikoforhold og hvor kapitalintensiv bedriften er. Et vanlig mål er en egenkapitalandel på mer enn 30 % (Hoff, 2010). Aksjeloven har regler på hvor stor egenkapitalen skal være. I asl. § 3-4 heter det at ”Selskapet skal til enhver tid ha en egenkapital som er forsvarlig ut fra risikoen ved og omfanget av virksomheten i selskapet”. Det er i tillegg oppstilt en nedre grense på størrelsen på egenkapitalen ved utbytte. Det skal ikke deles ut utbytte dersom egenkapitalen etter balansen er mindre enn 10 % av balansesummen, jf. asl. § 8-1 (2). Beregning av egenkapitalandel i prosent skjer på følgende måte:

$$\text{Egenkapitalandel i prosent} = \frac{\text{Egenkapital} * 100 \%}{\text{Totalkapital}}$$



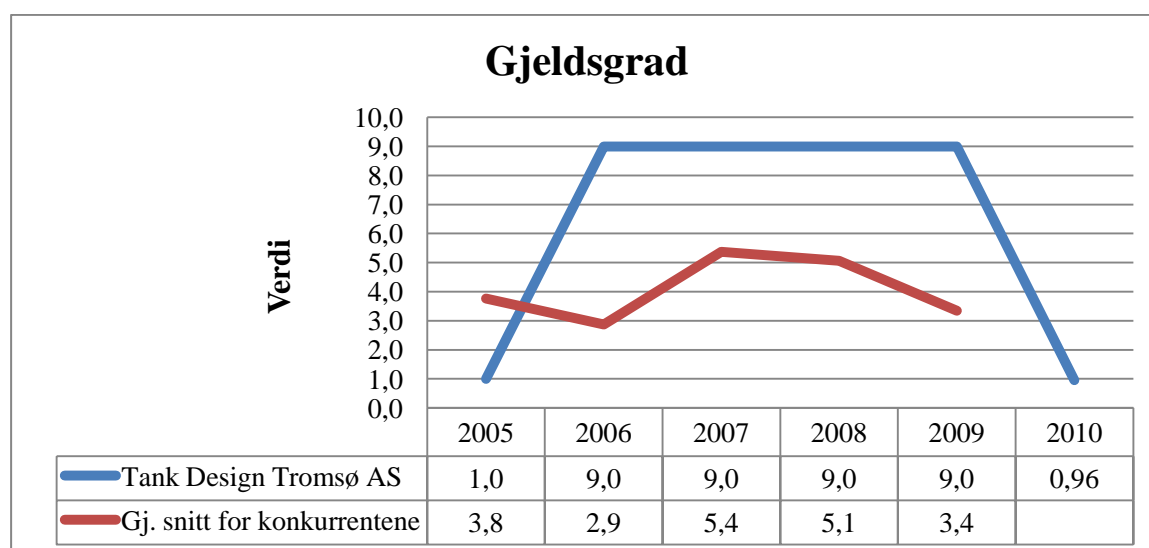
Figur 13: Egenkapitalandel i prosent

Fra 2006 til 2009 ser vi at Tank har en betydelig lavere egenkapitalandel enn konkurrentene. Tank reduserte egenkapitalandelen fra 50,1 % til 10,0 % i 2006. Dette skyldes utbetaling av utbytte på 742 000 kr. Egenkapitalandelen for konkurrentene ligger i gjennomsnitt på 24,5 % i samme periode (2006 til 2009). Virksomheter innen designbransjen kjennetegnes av å være lite kapitalintensive, slik at en egenkapitalandel på mer enn 30 % virker å opptre sjelden. I 2010 har Tank imidlertid økt egenkapitalandelen betydelig fra 10,0 % til 51,1 %. Denne økningen skyldes at eierne har valgt å overføre årsresultatet til annen egenkapital i balansen fremfor utdeling av utbytte. Overføringen skrider seg til 1 584 000 kr.

6.2.2 Gjeldsgrad

Gjeldsgraden viser forholdet mellom kapital finansiert av kreditorer og kapital skutt inn av eierne. Jo lavere gjeldsgraden er, desto mer solid er selskapet. Eklund og Knutsen (2003) mener at det ikke alltid bør være et mål å minimere gjeldsgraden, da det på sikt kan føre til høye finanskostnader. Dette henger sammen med at kostnaden knyttet til gjelden er fastsatt av en utenforstående långiver. En gjeldsgrad på 1 forteller oss at selskapet er finansiert med like mye gjeld som egenkapital. Det eksisterer ingen norm på hvor lav gjeldsgraden bør være. I denne sammenhengen vil konkurrentene til Tank bli brukt som norm. Gjeldsgraden beregnes på følgende måte etter Penman (2007):

$$\text{Gjeldsgrad} = \frac{\text{Gjeld}}{\text{Egenkapital}}$$



Figur 14: Gjeldsgrad

Tank hadde i 2005 en meget lav gjeldsgrad, men med økning i den kortsiktige gjelden, gikk gjeldsgraden betraktelig opp i 2006. I perioden 2006 til 2009 har gjeldsgraden ligget på 9. En gjeldsgrad på 9 er mye, og ligger betydelig over nivået til konkurrentene. Med en høy gjeldsgrad vil de ikke være i stand til å tåle store tap. For konkurrentene til Tank har gjeldsgraden i samme periode variert mellom 2,9 og 5,4. Gjeldsgraden til Rød Tråd AS er i 2009 på -1589. Dette kan karakteriseres som en ekstremverdi, og jeg har derfor valgt å trekke verdien ut fra beregningen av gjeldsgraden dette året. I 2010 er gjeldsgraden for Tank redusert til 0,96. Reduksjonen skyldes at egenkapitalen har økt og blitt større enn gjelden. Utviklingen i 2010 viser at Tank har blitt mer solid og kan tåle større tap i forhold til tidligere år.

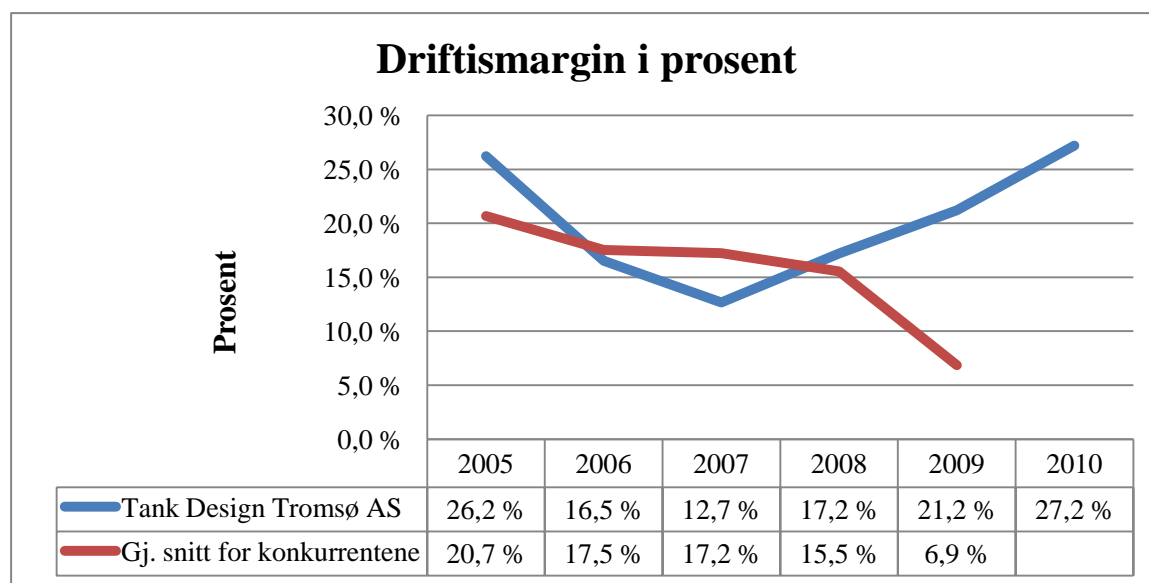
6.3 Lønnsomhetsanalyse

Analyse av lønnsomhet går ut på å undersøke selskapets evne til å tjene penger på grunnlag av ressursene de rår over. Rentabilitet brukes ofte istedenfor lønnsomhet for å vise at vi måler lønnsomhet på grunnlag av tilgjengelig regnskapsdata (Tellefsen og Langli, 2005). Analyse av rentabiliteten skal fortelle oss hvor bra avkastningen er i forhold til den investerte kapitalen i selskapet (Hansen, Ottesen og Øyen, 2005). I denne sammenhengen vil driftsmargin, total – og egenkapitalrentabilitet og overskuddsgrad bli beregnet og analysert.

6.3.1 Driftsmargin i prosent

Driftsmargin er et mål på hvor mye virksomheten har tjent på driften før en tar hensyn til finansielle regnskapsposter. Nøkkeltallet varierer med bransje, og kan være så lav som 2-3 %. I denne analysen vil jeg sammenligne Tank mot konkurrentene. Følgende formel brukes for å beregne driftsmargin i prosent:

$$\text{Driftsmargin i prosent} = \frac{\text{Driftsresultat} * 100 \%}{\text{Driftsinntekter}}$$



Figur 15: Driftsmargin i prosent

Figur 15 viser at størrelsen på driftsmarginen har variert en del for Tank i hele analyseperioden. Tank fulgte den negative trenden blant konkurrentene frem til 2007. Fra 2008 forbedret Tank driftsmarginen, mens det for konkurrentene gikk motsatt vei. Selskapets positive utvikling i driftsmarginen skyldes bedre driftsresultat.

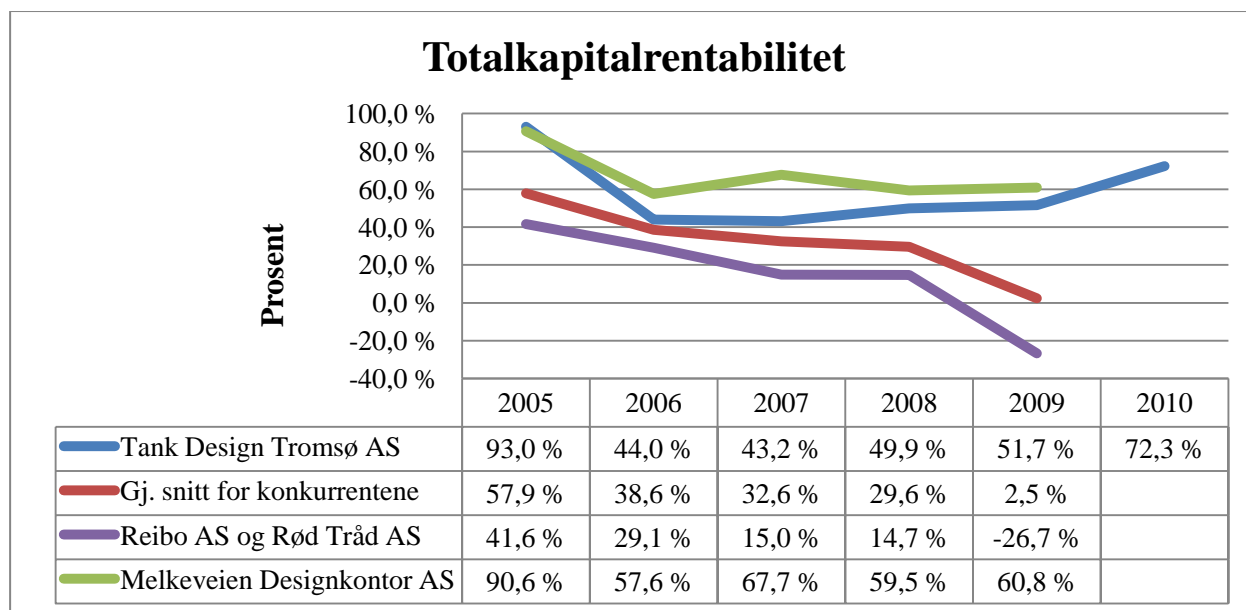
For regnskapsåret 2009 er det et betydelig skille i driftsmarginen mellom Tank og konkurrentene. Den lave gjennomsnittlige driftsmarginen for konkurrentene skyldes negativ driftsmargin for både Reibo AS og Rød Tråd AS. Disse negative resultatene kommer av at begge selskapene gikk med driftsmessig underskudd i 2009. Tank har en gjennomsnittlig driftsmargin på 18,8 % fra 2005 til 2009, noe som er 3,2 % høyere enn gjennomsnittet for de tre konkurrentene. Melkeveien Designkontor AS har dog hatt en høyere driftsmargin enn Tank i hele perioden. I 2010 er driftsmarginen på 27,2 % for Tank. Den sterke økningen skyldes primært den høye veksten i driftsresultatet på 76,5 %.

6.3.2 Totalkapitalrentabilitet

Totalkapitalrentabilitet er et rentabilitetsmål som måler selskapets avkastning på den samlede kapitalen som er bundet i selskapet, uavhengig av hvordan denne kapitalen er finansiert. Resultatmålet viser også hvor godt selskapet er drevet (Kristoffersen, 2005). For å kunne vurdere nivået på rentabiliteten må vi ha noe å sammenligne det med – vi trenger normtall. Innhenting av normtall kan skje på flere måter, hvor en blant annet kan se på tidligere perioder i selskapet og hva som er vanlig for sammenlignbare selskaper (Tellefsen og Langli, 2005). I denne forbindelsen vil jeg sammenligne Tank mot konkurrentene.

Totalkapitalrentabilitet beregnes slik:

$$\text{Totalkapitalrentabilitet} = \frac{(\text{Driftsresultat} + \text{finansinntekter}) * 100 \%}{\text{Gjennomsnittlig total kapital}}$$



Figur 16: Totalkapitalrentabilitet

Totalkapitalrentabiliteten til konkurrentene har gått ned hvert eneste år i analyseperioden, hvor 2009 markerer bunnivået på 2,5 %. Den lave rentabiliteten for konkurrentene i 2009 skyldes driftsmessig underskudd for både Reibo AS og Rød Tråd AS. Rentabiliteten til Tank har variert mellom 43,2 % og 93,0 %, hvor selskapet fulgte den negative trenden til konkurrentene frem til 2007. Fra 2008 har Tank kunnet vise til bedre rentabilitet enn gjennomsnittet blant konkurrentene. I 2010 økte rentabiliteten ytterligere til 72,3 %, noe som kommer av forbedringen i driftsresultatet i forhold til 2009. For å illustrere den dårlige trenden til Reibo AS og Rød Tråd AS har jeg valgt å kalkulere et nytt gjennomsnitt hvor Melkeveien Designkontor AS er tatt ut fra beregningen. For Reibo AS og Rød Tråd AS skiller 2009 seg ut med en total kapitalrentabilitet på -26,7 %. I figur 16 ser man også at Melkeveien Designkontor AS har en noe bedre rentabilitet enn Tank fra 2006 til 2009.

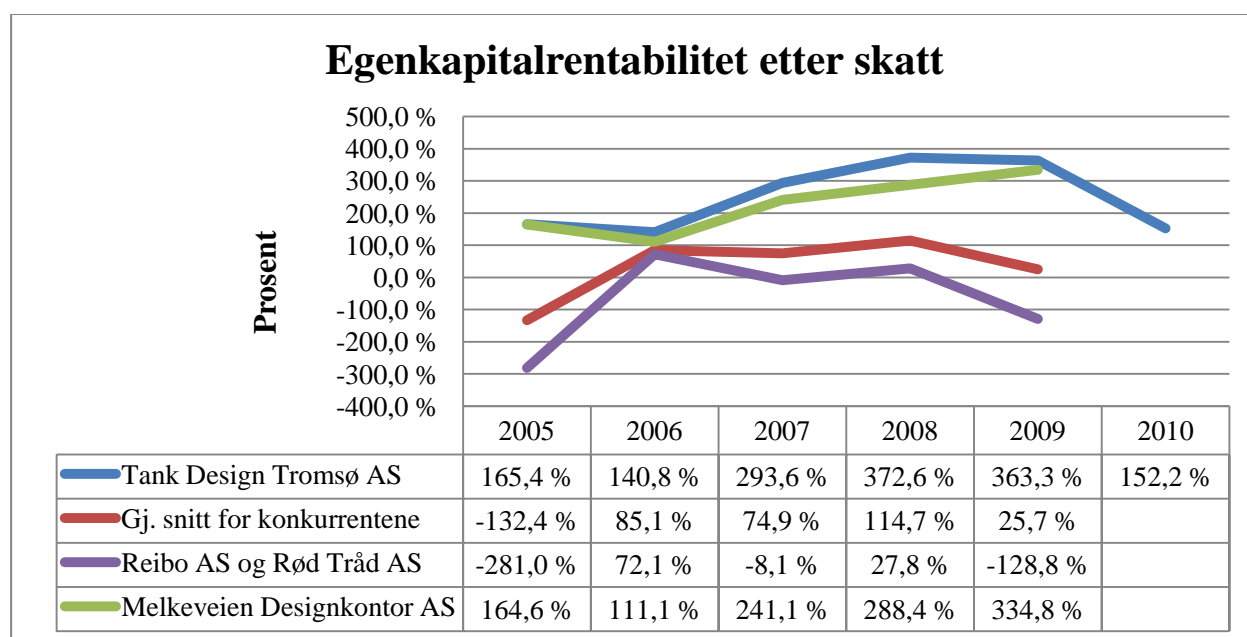
6.3.3 Egenkapitalrentabilitet etter skatt

Egenkapitalrentabiliteten er et mål på hvilken avkastning eierne/investorene får på kapitalen de har investert i selskapet. Endringene i nøkkeltallet kan også brukes til å se på hvordan tidligere investeringer har utviklet seg (Kristoffersen, 2005). I denne sammenhengen beregnes egenkapitalrentabilitet etter skatt da eierne/investorene er interessert i å vite hvor stor andel av resultatet som tilfaller egenkapitalen. I tillegg trekkes skatten fra, da skatt er en kostnad som reduserer beløpet eierne sitter igjen med (Tellefsen og Langli, 2005).

På lik linje med totalkapitalrentabiliteten, eksisterer det ikke noe eksakt krav på størrelsen til egenkapitalrentabiliteten. Man kan bruke konkurrentene som sammenligningsgrunnlag, men det er viktig å være klar over at eierne ikke er interessert i å investere i et selskap som ikke gir mer i avkastning enn renten man kan oppnå på plasseringer i banken.

Egenkapitalrentabiliteten etter skatt beregnes slik:

$$\text{Egenkapitalrentabilitet etter skatt} = \frac{\text{Årsresultat} * 100 \%}{\text{Gjennomsnittlig egenkapital}}$$



Figur 17: Egenkapitalrentabilitet etter skatt

Tank har en meget høy egenkapitalrentabilitet etter skatt. Den gikk noe ned i 2006, men har vokst mye frem til 2009. Det har vært en betydelig nedgang i nøkkeltallet for Tank i 2010. Dette kommer av at egenkapitalen i balansen har vokst med 636,1 % fra 2009 til 2010 grunnet overføringer fra driften.

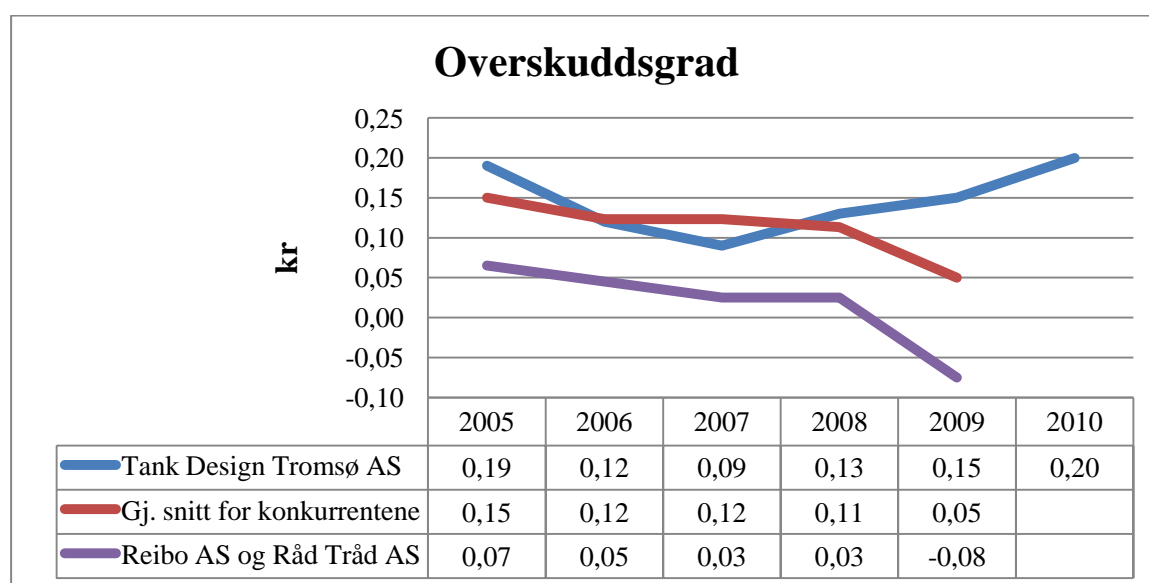
Vi ser at egenkapitalrentabiliteten er mye høyere enn totalkapitalrentabiliteten. Dette skyldes at selskapet har tjent mer på salg av varer og tjenester enn eventuelle kostnader ved lån av penger. Egenkapitalrentabiliteten for de tre konkurrentene til Tank ligger betydelig lavere, noe som skyldes negativt årsresultat for Reibo AS (2009) og Rød Tråd AS (2007 og 2009). Dette slår ut som ekstremverdier, og fører til at noe av sammenligningsgrunnlag faller bort. I denne sammenhengen har jeg valgt å holde Melkeveien Designkontor AS utenfor når jeg beregner gjennomsnittet for Reibo AS og Rød Tråd AS. Her ser vi at i 2009 har disse en

egenkapitalrentabilitet på -128,8 %. Når kun Melkeveien Designkontor AS sammenlignes mot Tank, ser vi at begge selskapene har meget god lønnsomhet.

6.3.4 Overskuddsgrad

Nøkkeltallet viser hvor mye som blir igjen av hver krone i selskapet etter at alle kostnadene er dekket. Ekstraordinære poster holdes utenfor beregning av overskuddsgraden (Tellefsen og Langli, 2005). Siden det ikke eksisterer noen norm på hvor høy nøkkeltallet bør være, vil jeg benytte gjennomsnittet blant konkurrentene som målestokk. Følgende formel brukes for å beregne overskuddsgraden:

$$\text{Overskuddsgrad} = \frac{\text{Årsresultat}}{\text{Driftsinntekter}}$$



Figur 18: Overskuddsgrad

Ut fra figur 18 har overskuddsgraden til Tank variert mellom 0,09 kr og 0,20 kr etter at alle kostnadene er dekket. Foruten 2009 ligger konkurrentene på samme nivå som Tank. Årsaken til dette, er at Melkeveien Designkontor AS har en overskuddsgrad på ca. 0,30 kr i hvert regnskapsår, mens Reibo AS og Rød Tråd AS har i gjennomsnitt bare 0,02 kr. For å vise nivået på overskuddsgraden til Reibo AS og Rød Tråd AS, har jeg valgt å trekke Melkeveien Designkontor AS ut fra beregningen. Resultatet viser at de ligger på et atskillig lavere nivå enn Tank og Melkeveien Designkontor AS. 2009 markerer bunnivået til selskapene med en overskuddsgrad på -0,08 kr.

6.4 Konklusjon av regnskapsanalysen

Likviditetsanalysen viser at Tank har et noe lavere nivå på likviditetsgrad 1 enn anbefalt. Likviditetsgraden gikk betydelig ned i 2006 på grunn av økt kortsiktig gjeld. Likviditetsgrad 2 oppfyller anbefalingen på over 1 alle årene. I 2010 forbedret Tank begge likviditetsgradene. For denne type bransje er det sjelden behov for store likviditetsreserver. Med dette som grunnlag mener jeg at Tank har en godkjent likviditet.

Soliditetsanalysen viser at Tank kommer dårligere ut enn sine nærmeste konkurrenter. Tank har en betydelig lavere egenkapitalandel enn konkurrentene i tidsrommet 2006 til 2009. Årsaken til dette skyldes at Tank i samme tidsperiode utdelte nesten hele årsresultatet i utbytte. Dette har funnet sted innenfor rammen i asl. § 8-1 første og andre ledd. I 2010 er egenkapitalandelen betydelig forbedret, da eierne valgte å overføre årsresultatet til annen egenkapital i balansen. Foruten investeringer i datautstyr og eventuelle fremtidige underskudd er ikke behovet tilstede for en høy egenkapitalandel. Med utviklingen i driftsinntekter og årsresultat, anser jeg ikke muligheten som stor for underskudd i de nærmeste årene. Den lave egenkapitalandelen fra 2006 til 2009 gir utslag i meget høy gjeldsgrad. En gjeldsgrad på 9,0 fra 2006 til 2009 er mye i forhold til konkurrentene. Med forbedringen i egenkapitalandelen i 2010, følger også en forbedring i gjeldsgraden fra 9 til 0,96. Selv med en noe dårligere soliditet enn konkurrentene fra 2006 til 2009, anser jeg soliditeten som god når 2010 tas med i vurderingen.

Funnene i lønnsomhetsanalysen viser at driftsmarginen for Tank er svært god alle årene. Tank hadde en noe lavere driftsmargin frem til 2007 enn konkurrentene, men den forbedret seg kraftig i 2008. I 2009 gikk Reibo AS og Rød Tråd AS med driftsmessig underskudd, noe som tyder på at de merket finanskrisen godt. Total – og egenkapitalrentabiliteten bekrefter den gode lønnsomheten til Tank. Selskapet ligger på et høyere nivå enn gjennomsnittet for de tre konkurrentene hvert år. Det bør dog nevnes at Melkeveien Designkontor AS har en del bedre rentabilitet enn både Reibo AS og Rød Tråd AS, og ligger på samme nivå eller bedre enn Tank. Overskuddsgraden viser at Tank i gjennomsnitt sitter igjen med 0,15 kr etter at alle kostnadene er dekket. Fra 2008 har overskuddsgraden til Tank økt, og i 2010 var nøkkeltallet på 0,20 kr. Lønnsomhetsanalysen viser at Tank er godt stilt. Finanskrisen fikk liten påvirkning på resultatet for Tank i 2008 og 2009, og er nok en av de viktigste grunnene til den gode lønnsomheten for selskapet.

7. Estimering av fremtidig utvikling

For å kunne beregne verdien av Tank ved bruk av ulike verdsettingsmetoder, må jeg først estimere den fremtidige utviklingen til selskapet. En slik estimering trekker inn en rekke poster fra resultatregnskapet og balansen. I tillegg er funnene fra den strategiske analysen og regnskapsanalysen tatt hensyn til i estimeringen. Man ender opp med et fremtidsregnskap, hvor regnskapet er utgangspunkt for estimering av de fremtidige kontantstrømmene.

7.1 Lengden på prognoseperioden

Jeg har valgt å bruke de siste fem årene (2006 til 2010) som utgangspunkt i estimeringen av fremtidig utvikling. Årsaken til at historiske regnskapsår tas med i beregningen, er for å jevne ut eventuelle svingninger i inntekter og kostnader. Da regnskapet for 2010 verken er revidert av revisor eller godkjent av generalforsamlingen, er det naturligvis knyttet usikkerhet til tallstørrelsene. Jeg anser likevel tallene for å være korrekte og velger dermed å bruke 2010 i estimeringen av fremtidig utvikling. I teorikapittelet ble det av forskjellige forfattere anbefalt ulik lengde på prognoseperioden. Usikkerheten til verdianslagene vokser dess lengre prognoseperioden er. For kort estimeringsperiode kan føre til at verdianslaget på selskapet blir unormalt lavt (Koller, Goedhart og Wessels, 2005).

Jeg karakteriserer designbransjen som en relativ moden bransje, noe Tank også er etter å ha eksistert i 9 år. Perioden frem til at selskapet er i steady state, er dermed ikke lang. Jeg velger derfor å predikere utviklingen i verdidriverne ved å sette prognoseperioden til 7 år (2011 til 2017). Året etter prognoseperioden (2018) vil være utgangspunkt for beregning av selskapets terminalverdi ved bruk av Gordons formel.

7.2 Driftsinntekter

Tabell 5: Driftsinntekter

År	2006	2007	2008	2009	2010	Gj. snitt
Driftsinntekter	5 427 000	6 457 000	6 067 000	5 819 000	8 011 000	6 356 200
% endring		19,0 %	-6,0 %	-4,1 %	37,7 %	11,6 %

Tabell 5 viser utviklingen i driftsinntektene for Tank mellom 2006 og 2010. Driftsinntektene varierer mellom 5 427 000 kr og 8 011 000 kr. Det er stor prosentvis variasjon i driftsinntektene hvor 2007, 2008 og 2010 er de mest markante årene. Den sterke økningen i 2007 skyldes økt kundetilgang. Noe av nedgangen i 2008 og 2009 henger sammen med

finanskrisen og dets ringvirkninger. Det var en sterk økning i inntektene i 2010 på 37,7 % i forhold til 2009. Den sterke økningen skyldes at de største kundene (Macks Ølbryggeri AS, Eksportutvalget For Fisk, TIFF og Hålogaland Teater) benyttet Tank i større grad enn tidligere. Deres andel av driftsinntektene vokste med 78,7 % fra 2009 til 2010. Dette er en økning på 1 740 899 kr.

Selskapet ønsker ikke å overstige 10 årsverk og har dermed satt selv begrensninger på hvor store de ønsker å bli. Den gjennomsnittlige veksten i driftsinntektene var i perioden på 11,7 %. Den høye veksten skyldes spesielt veksten i 2010 på hele 37 % fra 2009. En slik høy vekst mener jeg ikke vil forekomme i prognoseperioden. I den strategiske analysen kom det frem at Tank er en veletablert virksomhet med fokus på tillit og lange kundeforhold. Dette indikerer at veksten i driftsinntektene vil være høyere enn inflasjonsmålet på 2,5 %. Med dette som grunnlag anser jeg en vekst i driftsinntektene på 5 % til å være en god indikator for fremtidig utvikling.

7.3 Varekostnad

Tabell 6: Varekostnad

År	2006	2007	2008	2009	2010	Gj. snitt
Varekostnad	1 043 000	1 752 000	1 271 000	642 000	1 190 000	
% endring		68,0 %	-27,5 %	-49,5 %	85,4 %	19,1 %
% av driftsinntekter	19,2 %	27,1 %	20,9 %	11,0 %	14,9 %	18,6 %

Ut fra tabell 6 ser jeg at varekostnadene for samme femårsperiode følger utviklingen til driftsinntektene. Under denne femårsperioden har varekostnadene utgjort mellom 11,0 % og 27,1 % av driftsinntektene. Det var en reduksjon i varekostnadene på 63,4 % fra 2007 til 2009. Varekostnaden på 1 190 000 kr i 2010 er en sterk økning i forhold til 2009, noe som bekrefter at varekostnadene følger endringene i driftsinntektene.

I estimeringen av fremtidig utvikling velger jeg å bruke varekostnaden som prosent av driftsinntektene, da inntektene i stor grad påvirker vareforbruket til selskapet. Siden det har vært store prosentvise endringer av kostnadsposten i hele perioden, vektet 2009 og 2010 sterkere enn de foregående årene. Med dette som utgangspunkt, forutsettes det at varekostnadene i prognoseperioden utgjør 15 % av driftsinntektene.

7.4 Lønnskostnader

Tabell 7: Lønnskostnader

År	2006	2007	2008	2009	2010	Gj. snitt
Lønnskostnad	2 458 000	2 770 000	2 849 000	3 059 000	3 504 000	
% endring		12,7 %	2,9 %	7,4 %	14,5 %	9,4 %
% av driftsinntekter	45,3 %	42,9 %	47,0 %	52,6 %	43,7 %	46,3 %

Selskapet avviker noe fra den generelle lønnsutviklingen ellers i markedet. Lønnskostnadene har økt hvert år fra 2 458 000 kr i 2006 til 3 504 000 kr i 2010. Gjennomsnittlig vekst i lønnskostnadene for samme periode er 9,4 %. For å få et godt estimat på hvordan lønnskostnadene vil utvikle seg i prognoseperioden, velger jeg å vurdere lønn med utgangspunkt i driftsinntektene. Lønnskostnadene har utgjort mellom 42,9 % og 52,6 % av driftsinntektene de siste fem årene med et gjennomsnitt på 46,3 %. Siden det er mindre endringer i lønnskostnadene enn i varekostnadene, vil jeg benytte gjennomsnittet for hele perioden. Med dette som utgangspunkt velger jeg å estimere lønnskostnadene til å utgjøre 46 % av driftsinntektene i prognoseperioden.

7.5 Andre driftskostnader

Tabell 8: Andre driftskostnader

År	2006	2007	2008	2009	2010	Gj. snitt
Andre driftskostnader	1 013 000	1 101 000	887 000	870 000	1 126 000	
% endring		8,7 %	-19,4 %	-1,9 %	29,4 %	4,2 %
% av driftsinntekter	18,7 %	17,1 %	14,6 %	15,0 %	14,1 %	15,9 %

På lik linje med varekostnadene, følger andre driftskostnader utviklingen til driftsinntektene. For de siste fem regnskapsårene har andre driftskostnader utgjort mellom 14,1 % og 18,7 % av driftsinntektene med et gjennomsnitt på 15,9 %. Denne kostnadsposten består både av faste og variable kostnader, slik som telefon, husleie, internett og renhold. For hele perioden har det vært en gjennomsnittlig vekst i annen driftskostnad på 4,2 %. Veksten har vært utsatt for store variasjoner, spesielt i 2008 og 2010. Denne variasjonen finner man ikke når annen driftskostnad måles som prosentandel av driftsinntektene, og derfor velges det å vurdere annen driftskostnad i forhold til driftsinntektene i estimeringen av fremtidig utvikling. Med utgangspunkt i funnene over, har jeg valgt å sette andre driftskostnader til å utgjøre 16 % av driftsinntektene i perioden.

7.6 Netto finansposter

Tabell 9: Netto finansposter

År	2006	2007	2008	2009	2010	Gj. snitt
Finansinntekter	17 000	26 000	32 000	17 000	14 000	21 000
Finanskostnader	4 000	0	1 000	1 000	3 000	1 800
Netto finansposter	13 000	26 000	31 000	16 000	11 000	19 400

Netto finans er differansen mellom finansinntekter og finanskostnader. I hele perioden har selskapet hatt lave finanskostnader, noe som skyldes at selskapet ikke er i besittelse av rentebærende gjeld. I gjennomsnitt har netto finans vært på 19 200 kr. Siden Tank leier lokaler og gjør mindre investeringer i maskiner, inventar og kontormaskiner uten å ta opp langsiktig gjeld (rentebærende gjeld), anser jeg det som lite sannsynlig at de i fremtiden vil ta opp slik gjeld. Siden eierne har overført årsresultatet for 2010 til annen egenkapital vil det i fremtiden påløpe noe mer finansinntekter enn hva tilfellet var for 2009 og 2010. Med dette som utgangspunkt velger jeg å bruke gjennomsnittet for alle årene som grunnlag for fremtidig utvikling. Netto finans vil dermed utgjøre 19 200 kr i hele prognoseperioden.

7.7 Investeringer

For å finne ut om Tank har foretatt noen investeringer i anleggsmidler i analyseperioden, har jeg benyttet meg av følgende formel fra Boye og Meyer (2008):

$$\text{Investeringer} = \text{UB anleggsmidler} + \text{Avskrivning} - \text{IB anleggsmidler}$$

Tabell 10: Investeringer

År	2006	2007	2008	2009	2010
UB anleggsmidler	51 000	35 000	19 000	6 000	336 000
+ Avskrivning	16 000	16 000	16 000	14 000	13 000
- IB anleggsmidler	66 000	51 000	35 000	19 000	6000
= Investering	1 000	0	0	1 000	343 000

I 2010 har det blitt foretatt investeringer i varige driftsmidler. Dette henger sammen med at selskapet helt på slutten av 2010 flyttet inn i nye lokaler i JM Hansen bygget i Tromsø. En eiendel må oppfylle en rekke krav for at den skal kunne bli regnet som et driftsmiddel. Det fremkommer i sktl. § 14-40 (1) pkt. a. at et driftsmiddel regnes som *varig* når det har en brukstid på minst 3 år og er *betydelig* når kostprisen er på 15 000 kr eller høyere inkludert merverdiavgift. Da investeringene henger sammen med flytting til nye lokaler, forutsettes det

at dette er et engangstilfelle, og det vil ikke bli gjennomført slike investeringer i prognoseperioden. Investeringer i prognoseperioden settes dermed til null.

7.8 Avskrivninger

Tabell 11: Avskrivninger

År	2006	2007	2008	2009	2010
Avskrivninger	16 000	16 000	16 000	14 000	13 000

I de fem siste regnskapsårene har Tank hatt varige driftsmidler i sin balanse, og tilhørende avskrivninger i regnskapet. Avskrivningene representerer verdiforringelse ved slit eller elde på betydelige driftsmidler, jf. sktl. § 6-10 (1). Nye driftsmidler må oppfylle kravene i sktl. § 14-40 (1) for å bli regnet som driftsmiddel og muligheten for å kunne bli avskrevet.

Investeringene foretatt i 2010 anses som oppfyllelse av dette kravet. Investeringene på 343 000 kr er så vidt representert i avskrivningene i 2010, da investeringene og flyttingen inn i nye lokaler ble gjort de siste dagene av året.

Lineære avskrivninger vil bli brukt som avskrivningsmetode på de varige driftsmidlene. Under varige driftsmidler finner man både maskiner og anlegg, inventar og kontormaskiner. Disse har ulik økonomisk levetid, og vil følgelig ha ulik avskrivning. Anleggsmidlene står oppført med bokført verdi pr. 31.12.2010.

Tabell 12: Avskrivning i prognoseperioden

Anleggsmidler	Økonomisk levetid	Bokført verdi	Avskrivning pr. år
Maskiner og anlegg	10 år	179 000	17 900
Inventar	10 år	45 600	4 560
Kontormaskiner	5 år	111 000	22 200
	Sum	335 600	44 660

For prognoseårene 2011 til 2016 vil avskrivningene være på 44 660 kr pr. år. Siden kontormaskiner har kortere levetid enn resten av driftsmidlene, vil avskrivningene bli mindre fra 2017. Avskrivningene vil da utgjøre 22 460 kr pr. år.

7.9 Arbeidskapital

I en verddivurdering hvor de kontantstrømbaserte modellene (egenkapital – og totalkapitalmetoden) blir brukt, står arbeidskapital sentralt. Arbeidskapital er differansen mellom selskapets omløpsmidler og kortsiktig gjeld. Hvis arbeidskapitalen er negativ, vil det

si at anleggsmidler er finansiert med kortsiktig gjeld. Et mål på en god arbeidskapital er at kapitalen er større enn null (Kristoffersen, 2005). Ved beregning av arbeidskapital for prognoseperioden, bør en gjøre dette som en prosentandel av driftsinntektene.

Tabell 13: Arbeidskapital

År	2006	2007	2008	2009	2010	Gj. snitt
Omløpsmidler	1 909 000	1 913 000	2 342 000	2 474 000	3 250 000	
- Kortsiktig gjeld	1 763 000	1 753 000	2 125 000	2 231 000	1 753 000	
= Arbeidskapital	146 000	160 000	217 000	243 000	1 497 000	452 600
Driftsinntekter	5 427 000	6 457 000	6 067 000	5 819 000	8 011 000	
% av driftsinntektene	2,7 %	2,5 %	3,6 %	4,2 %	18,7 %	6,3 %

Tank har i hele perioden hatt en positiv arbeidskapital, og denne har vokst hvert år. Arbeidskapitalen har økt fra 146 000 kr i 2006 til 1 497 000 kr i 2010, noe som er en økning på hele 925,3 %. Ved å se arbeidskapitalen i forhold til driftsinntektene har arbeidskapitalen vokst siden 2008 og utgjort en større andel av driftsinntektene enn tidligere. Denne økningen skyldes at driftsinntektene ble redusert i samme periode (2008 og 2009). Den sterke veksten i arbeidskapitalen i 2010 kommer av at det har vært en økning i omløpsmidlene (kundefordringer) samtidig som det har vært en reduksjon i kortsiktig gjeld (avsetning til utbytte). For hele perioden utgjør arbeidskapitalen i gjennomsnitt 6,3 % av driftsinntektene. Jeg velger derfor å sette arbeidskapitalen til å utgjøre 6 % av driftsinntektene ved beregning av kontantoverskuddene i egenkapital – og totalkapitalmetoden. I denne sammenhengen anser jeg det som nødvendig å sette opp arbeidskapitalen og endringene for hvert år i prognoseperioden.

Tabell 14: Endring i arbeidskapital i prognoseperioden

År	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Driftsinntekter	8 411 550	8 832 128	9 273 734	9 737 421	10 224 292	10 735 506	11 272 281
Arbeidskapital	504 693	529 928	556 424	584 245	613 457	644 130	676 337
Endring i arbeidskapital	- 992 307	25 235	26 496	27 821	29 212	30 673	32 207

Årsaken til at det er negativ endring i arbeidskapitalen fra 2010 til 2011, skyldes at det er satt en lavere prosentsats på arbeidskapitalen i forhold til driftsinntektene i prognoseperioden (6 %) enn det som var tilfellet i 2010 (18,7 %).

7.10 Fremtidsregnskap

Med utgangspunkt i redegjørelsene og forutsetningene tatt i delkapitlene over, har jeg beregnet fremtidsregnskapet med tilhørende resultat for Tank i perioden 2011 til 2017.

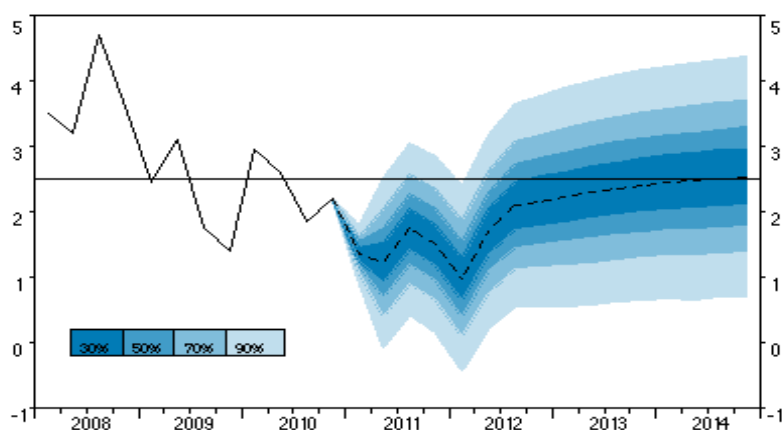
Tabell 15: Fremtidsregnskap for Tank (2011 til 2017)

År	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Driftsinntekter	8 411 550	8 832 128	9 273 734	9 737 421	10 224 292	10 735 506	11 272 281
Varekostnad	1 261 733	1 324 819	1 391 060	1 460 613	1 533 644	1 610 326	1 690 842
Lønnskostnader	3 893 862	4 088 555	4 292 982	4 507 632	4 733 013	4 969 664	5 218 147
Avskrivninger	44 660	44 660	44 660	44 660	44 660	44 660	22 460
Andre driftskostnader	1 334 811	1 401 552	1 471 630	1 545 211	1 622 472	1 703 595	1 788 775
Sum driftskostnader	6 535 066	6 859 586	7 200 332	7 558 116	7 933 789	8 328 245	8 720 224
Driftsresultat	1 876 484	1 972 542	2 073 402	2 179 305	2 290 503	2 407 261	2 552 057
Netto finans	19 400	19 400	19 400	19 400	19 400	19 400	19 400
Resultat før skattekostnad	1 895 884	1 991 942	2 092 802	2 198 705	2 309 903	2 426 661	2 571 457
Skattekostnad	530 848	557 744	585 984	615 637	646 773	679 465	720 008
Årsresultat	1 365 037	1 434 198	1 506 807	1 583 067	1 663 130	1 747 196	1 851 449

Tabell 15 viser fremtidsregnskapet for Tank. Det forventes at driftsinntektene har en total vekst på 34 %, mens årsresultatet forbedrer seg med 35,6 % i prognoseperioden.

7.11 Evig vekst

For å beregne terminalverdien er størrelsen på evig vekstfaktor sentral. Det forutsettes at Tank på lang sikt vil følge utviklingen i markedet. For å beregne størrelsen på evig vekstfaktor vil jeg blant annet ta utgangspunkt i Norges Bank sitt estimat på utviklingen i Konsumprisindeksen (KPI) for de kommende årene.



Figur 19: Forventet utvikling i KPI (Norges Bank)

Figur 19 viser Norges Bank sitt anslag på utviklingen i KPI frem til sommeren 2014. For øyeblikket er ikke regjeringens inflasjonsmål oppnådd, siden Norges Bank på kort sikt forventer en lavere inflasjon enn 2,5 %. På lengre sikt viser anslaget til Norges Bank at det vil være stor sannsynlighet for at inflasjonen vil ligge på ca. 2,5 % i årsskiftet 2013/2014 [17]. Målet om å ha en inflasjon på 2,5 % virker å inntreffe i god tid før prognoseperiodens slutt.

Tabell 16: Prognoser over den fremtidige utviklingen i Norge (SSB)

Prognoser	2011	2012	2013	2014
BNP Fastlands-Norge	3,3	3,8	3,6	3,2
Arbeidsledighet	3,6	3,2	2,9	2,6
KPI vekst	1,8	1,5	2,2	2,6
Årslønn	3,6	4,1	4,6	5,8

Tabell 16 viser den forventede utviklingen i en rekke nøkkeltall i økonomien.

Arbeidsledigheten vil etter all sannsynlighet holde seg lav på ca. 2,6 %, mens det vil bli økt lønnsvekst. Det forventes i tillegg en vekst i BNP på i overkant av 3 % [18]. Med dette som utgangspunkt antar jeg at Tanks vekstfaktor på lang sikt vil være på 2,5 %.

8. Verdivurdering av Tank Design Tromsø AS

Med utgangspunkt i fremtidsregnskapet og funnene fra den strategiske analysen og regnskapsanalysen, vil det i dette kapittelet bli foretatt en verdivurdering av Tank. For å estimere verdien av selskapet, vil jeg bruke de inntjeningsbaserte modellene: egenkapital – og totalkapitalmetoden og EVA-metoden.

8.1 Avkastningskravet til egenkapitalen

Den vanligste måten å beregne avkastningskravet til egenkapitalen på, er å benytte seg av kapitalverdimodellen (Capital Asset Pricing Model - CAPM). CAPM beregner avkastningskravet på grunnlag av risikofri rente, beta og markedets risikopremie. Tank og konkurrentene er ikke notert på børs, noe som innebærer fravær av beta-verdier. Det nærmeste man kommer børsnoterte selskap innen designbransjen, er Polaris Media ASA og Lammhults Media Group AB. Polaris Media ASA er et kombinert mediehus og trykkeri, og er notert på Oslo Børs. Da Polaris Media ASA driver virksomhet innenfor flere områder, og til dels langt unna designbransjen, anser jeg ikke selskapet som sammenlignbart med Tank. Lammhults Media Group AB er notert på Stockholm Børs og driver i all hovedsak med design av kontor – og hjemmemøbler. Selskapet driver med design innenfor områder Tank og de fleste av konkurrentene ikke har bekjentskap med. Jeg har derfor valgt å ikke ta Lammhults Media Group AB med i grunnlaget for beregning av beta-verdien.

Da beta-verdier ofte er vanskelig å oppdrive for ikke-børsnoterte selskap, foreslår Dahl et al. (1997) at man heller foretar mer skjønnsmessige vurderinger av avkastningskravet. De anbefaler en integrert risikoanalysemodell som grunnlag for beregning av avkastningskravet til egenkapitalen. Da det er knyttet stor usikkerhet til fastsettelse av avkastningskravet, mener Boye og Meyer (2008) at det bør benyttes flere metoder for kontroll. Jeg vil derfor bruke både den integrerte risikoanalysemodellen og CAPM for å fastsette avkastningskravet. Selv om det ikke eksisterer beta-verdier for Tank, vil jeg ta utgangspunkt i beta på 1, 1,5 og 2.

8.1.1 Integrert risikoanalysemodell

For at den integrerte risikoanalysemodellen skal fungere til sin hensikt, velger jeg å bruke funnene fra den strategiske analysen som input i modellen. Funnene fra den strategiske analysen vil i denne sammenhengen brukes som risikofaktorer som vil påvirke størrelsen på avkastningskravet. Disse risikofaktorene fordeles inn i tre risikogrupper; økonomisk/finansiell risiko, intern risiko og ekstern risiko. Hver av risikofaktorene klassifiseres etter en ratingskala

fra 1 til 5, hvor 1 står for liten risiko og 5 for høy risiko. De tre risikogrupperne vil så vektas etter hvor stor betydning jeg mener de har på selskapet, der 1 står for liten betydning, 2 moderat betydning og 3 for stor betydning. For å finne poengsummen, beregnes gjennomsnittet for hver risikogruppe og multipliseres med vekten. Til slutt deles den totale summen (scoren) på vektene, og man får frem størrelsen på klassifiseringstallet. Dette er operasjonalisert i tabellen under:

Tabell 17: Integreert risikoanalysemodell (Dahl et al., 1997)

	Klassifisering	Vekt	Score
Økonomisk/finansiell risiko			
Etterdønninger av finanskrisen	2		
Utviklingen i styringsrenten	2		
Gjennomsnitt	2	2	4
Intern risiko			
Sårbar på ansatte	5		
Tap av humankapital	5		
Gjennomsnitt	5	3	15
Ekstern risiko			
Miste kunder	4		
Miste leverandører	2		
Nye aktører i bransjen	3		
Trussel fra substitutter	1		
Gjennomsnitt	2,5	1	2,5
Sum	(21,5/6) = 3,6	6	21,5

Risikoanalysemodellen i tabell 17 beregnet klassifiseringstallet til å bli 3,6 med utgangspunkt i 8 forskjellige risikofaktorer. Jeg vektla den interne risikoen størst på grunn av usikkerheten rundt kunnskapskapitalen i selskapet. Noe av kunnskapskapitalen (humankapitalen) kan forsvinne ved ineffektivitet og når ansatte drar hjem etter endt arbeidsdag. Det vil i tillegg alltid være en fare for at en eller flere av de ansatte slutter, noe som kan føre til økonomisk tap for Tank i fremtiden. De eksterne faktorene er vanskelig å påvirke i nevneverdig grad, slik at disse er vektet mindre. Klassifiseringen på 3,6 har i seg selv liten betydning. Tallstørrelsen må konverteres til et risikotillegg som kan brukes til å fastsette avkastningskravet til egenkapitalen. Konverteringen av klassifiseringstallet vises i Tabell 18 under.

Tabell 18: Risikotillegg (Dahl et al., 1997)

	Risikoklassifisering	Risikotillegg
Lav risiko	1 - 1,5	0 - 4 %
Moderat risiko	1,5 - 2	4 - 8 %
Middels risiko	2 - 3	8 - 12 %
Høy risiko	3 - 4	12 - 20 %
Meget høy risiko	> 4	> 20 %

Ved å interpolere gir en risikoklassifisering på 3,6 et risikotillegg på 16,8 %. Med dette risikotillegget havner Tank i kategorien for høy risiko. Dette henger sammen med funnene i den strategiske analysen. For å kunne beregne avkastningskravet til egenkapitalen, må den risikofrie renten også fastsettes.

8.1.2 Risikofri rente

Tidligere er det diskutert at en kan velge å bruke 3 måneders NIBOR (pengemarkedsrenten), 2-3 års eller 10 års statsobligasjonsrenter som risikofri rente. Da de korteste rentene kan være utsatt for høy volatilitet, velges det derfor å bruke 3 årig statsobligasjonsrente som risikofri rente i beregningen av avkastningskravet. Dette valget baseres også på anbefalingen i Boye og Meyer (2008).

Når man har valgt å bruke 3 årig statsobligasjonsrente som risikofri rente, kan det være fristende å beregne et historisk gjennomsnitt av den valgte renten over for eksempel en 1 års periode. Da en verdivurdering er fremtidsrettet, er det å inkludere hva renten var for 1 år siden, lite relevant. 3 årig statsobligasjonsrente var 18. april 2011 på 2,84 % [19].

8.1.3 Beregning av avkastningskravet etter risikoanalysemodellen

Med utgangspunkt i beregningene over av risikotillegget og risikofri rente, kan jeg nå beregne avkastningskravet til egenkapitalen. Da dette ikke er nominelle størrelser, må en trekke skatten fra i beregningen.

Tabell 19: Avkastningskrav til egenkapitalen

Risikofri rente før skatt	2,84 %
+ Beregnet risikotillegg	16,80 %
= Nominelt avkastningskrav før skatt	19,64 %
- Skatt (28 %)	5,50 %
= Nominelt avkastningskrav etter skatt (k_E)	14,14 % \approx 14,1 %

Med beregningene foretatt i tabell 19 får jeg et avkastningskrav til egenkapitalen på 14,1 % etter skatt. I dagens marked er dette et noe høyt avkastningskrav. Med tanke på risikoaspektene tilknyttet selskapet, anser jeg avkastningskravet som tilfredsstillende. Jeg vil påpeke at egenkapitalkravet beregnet over, i stor grad er påvirket av subjektive vurderinger, og kan dermed være utsatt for kritikk. Med utgangspunkt i dette vil jeg til slutt i kapitlet vurdere kapitalkravet gjennom en sensitivitetsanalyse. Siden CAPM også skal kalkuleres ved ulike beta-verdier, må det først beregnes markedets risikopremie og en likviditetspremie.

8.1.4 Markedets risikopremie

Det eksisterer ingen eksakt eller korrekt risikopremie for Oslo Børs. Flere fagpersoner og forfattere har lagt frem ulik størrelse på markedets risikopremie. De ulike risikopremiene kommer av at de baserer beregningene på forskjellige tidsperioder. I tillegg har det vært ekstreme variasjoner i risikopremien i tiden før 1985. Espen Sirnes, førsteamanuensis ved Handelshøgskolen i Tromsø, har innhentet data fra Oslo Børs, og har kommet frem til at risikopremien varierer fra 5,4 % til 10,3 %. For perioden 1990 til 2009 har han beregnet markedets risikopremie til å være 6,1 % [20]. Bøhren og Michalsen (2006) har tallfestet risikopremien for perioden 1975 til 2004 til 6,9 %. Dimson, Marsh og Staunton (2006) har kalkulert risikopremier for flere land, og har funnet ut at risikopremien for Norge i perioden 1900 til 2005 var på 5,26 %. Med bakgrunn i den sterke reguleringen av kapitalmarkedet i Norge frem til midten av 1980 – tallet og at inflasjonsrisikoen er sterkt redusert siden den gang, velges det en risikopremie på 6,1 %.

8.1.5 Likviditetspremie

For at investorer skal få kompensasjon for en lite likvid plassering, spesielt plasseringer i unoterte selskaper, er det vanlig å legge en likviditetspremie til avkastningskravet. Gjesdal og Johnsen (1999) foreslår en likviditetspremie på 2-5 %, avhengig av om et likvid eierskap er av betydning for investor. Bøhren og Michalsen (2006) sier at for unoterte selskaper er transaksjonskostnadene ved kjøp eller salg langt høyere enn for selskap på børs, fordi det kan være vanskelig å finne en kjøper eller en selger. For at en investor skal gå inn i et unotert selskap bør det tas høyde for faren ved å bli låst til selskapet. Størrelsen på likviditetspremien er også fastsatt etter muligheten eierne har for å få en eller flere av de ansatte med på eiersiden i selskapet, og da er en høy likviditetspremie ikke hensiktsmessig. Med denne redegjørelsen settes likviditetspremien til 2 %.

8.1.6 Beregning av avkastningskravet etter CAPM

Innledningsvis i kapittelet ble det argumentert for at den integrerte risikoanalysemodellen bør sammenlignes mot CAPM da flere metoder bør benyttes grunnet den store usikkerheten rundt fastsettelsen av avkastningskravet (Boye og Meyer, 2008). Jeg foretar denne beregningen med beta-verdier på 1, 1,5 og 2. For at det skal være konsistens med de forutsetninger som ligger i CAPM, må risikofri rente justeres for skatt. Risikopremien er på forhånd skattejustert. CAPM beregnes etter følgende formel:

$$k_E = R_f(1 - s) + \beta [E(r_m) - R_f(1 - s)]$$

Tabell 20: Avkastningskravet til egenkapitalen (CAPM) med ulike beta-verdi

Risikofri rente	2,84 %	2,84 %	2,84 %
Skatt	28 %	28 %	28 %
Risikopremie	6,10 %	6,10 %	6,10 %
Beta	1	1,5	2
Likviditetspremie	2,0 %	2,0 %	2,0 %
k_E (CAPM)	10,1 %	13,2 %	16,2 %

CAPM med beta-verdier på 1, 1,5 og 2 gir et avkastningskrav til egenkapitalen på henholdsvis 10,1 %, 13,2 % og 16,2 %. Jeg fikk et avkastningskrav på 14,1 % ved bruk av den integrerte risikoanalysemodellen. Dette tyder på at en beta-verdi på mellom 1,5 og 2 er realistisk og dermed anser jeg avkastningskravet til egenkapitalen på 14,1 % som godt.

8.2 Avkastningskravet til total kapitalen (WACC)

WACC er avkastningskravet til total kapitalen. Dette avkastningskravet skal oppfylle kravet til både aksjonærene og kreditorene. Det er med andre ord to interessenter som skal ha kompensasjon for den risikoen de påtar seg ved å gå inn i selskapet.

Det er viktig å huske på at det kun er den rentebærende gjelden som skal tas med når vektene skal settes. Dette skyldes at man kun tar hensyn til endringer i den omsetningsavhengige rentefrie gjelden når kontantoverskuddet til total kapitalen kalkuleres (Boye og Meyer, 2008). Når rentefri gjeld trekkes fra total kapitalen, får man sysselsatt kapital. I Tabell 5 under vil egenkapital – og gjeldsandelen beregnes for Tank.

Tabell 21: Egenkapital - og gjeldsandel

År	2006	2007	2008	2009	2010	Gj. snitt
Egenkapital	196 000	195 000	236 000	249 000	1 833 000	541 800
Sysselsatt kapital (Totalkapital)	196 000	195 000	236 000	249 000	1 833 000	541 800
Egenkapitalandel	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Gjeldsandel	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

Ut fra tabell 21 ser vi at gjennomsnittlig egenkapitalandel for regnskapsårene 2006 til 2010, er på 1 etter at man har tatt hensyn til den rentefrie gjelden. Siden sysselsatt kapital utgjør det samme som egenkapital i hele perioden, eksisterer det ikke rentebærende gjeld i balansen. Det forutsettes her at Miller-Modigliani teoremet er oppfylt. WACC beregnes på følgende måte:

$$k_T = k_E * \frac{E}{E + G} + k_g * (1 - s) * \frac{G}{E + G}$$

Tank har ikke rentekostnader av betydning i regnskapet, og det eksisterer følgelig ikke noe lånerente for selskapet. Siste ledd i WACC vil derfor summere seg til null.

Tabell 22: Avkastningskravet til totalkapitalen (WACC)

Avkastningskravet til egenkapitalen	14,1 %
Egenkapitalandel	1,0
Lånerente ($K_g (1-s)$)	0,0 %
Gjeldsandel	0,0
(WACC) K_T	14,1 %

Avkastningskravet til totalkapitalen blir dermed lik avkastningskravet til egenkapitalen.

Avkastningskravet til totalkapitalen (WACC) er på 14,1 %.

8.3 Verdivurdering ved bruk av egenkapitalmetoden

For å kunne sette en verdi på selskapet, må kontantoverskuddet til egenkapitalen beregnes.

Fremgangsmåten følger oppsettet i kapittel 2. Alle beregninger er utført i Excel.

Tabell 23: Kontantoverskudd til egenkapitalen

År	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Resultat etter skatt	1 365 037	1 434 198	1 506 817	1 583 067	1 663 130	1 747 196	1 851 449
+ Avskrivninger	44 660	44 660	44 660	44 660	44 660	44 660	22 460
- Investeringer	0	0	0	0	0	0	0
+/- Endring i arbeidskapital	-992 307	25 235	26 496	27 821	29 212	30 673	32 207
+/- Endring i rentebærende gjeld	0	0	0	0	0	0	0
= Kontantoverskudd til egenkapitalen	2 402 004	1 453 623	1 524 981	1 599 906	1 678 578	1 761 183	1 841 703

Med utgangspunkt i de beregnede kontantoverskuddene til egenkapitalen, kan vi finne verdien av Tank. For å finne ut hva verdien av selskapet er i dag, må kontantoverskuddene neddiskonteres til nåverdi.

$$\frac{2\,402\,004}{1,141} + \frac{1\,453\,623}{1,141^2} + \frac{1\,524\,981}{1,141^3} + \frac{1\,599\,906}{1,141^4} + \frac{1\,678\,578}{1,141^5} + \frac{1\,761\,183}{1,141^6} + \frac{1\,841\,703}{1,141^7}$$

$$\approx 7\,589\,960$$

Terminalverdien (steady state), finnes ved bruk av Gordons formel. Denne må neddiskonteres til nåverdi.

$$\frac{1\,841\,703 * 1,025}{\frac{0,141 - 0,025}{1,141^8}} \approx 5\,665\,004$$

Tabell 24: Verdi av Tank ved bruk av egenkapitalmetoden

Nåverdi av kontantoverskuddene	7 589 960
+ Neddiskontert terminalverdi	5 665 004
= Verdi funnet ved egenkapitalmetoden	13 254 964

Med utgangspunkt i beregningene over, er verdien av Tank ved bruk av egenkapitalmetoden pr. 31.12.2010 på 13 254 964 kr. For å se hvor mye verdien utgjør i forhold til eierandel i selskapet, kan den beregnede verdien fordeles på hver aksje.

Tabell 25: Verdiestimat pr. aksje ved bruk av egenkapitalmetoden

Antall aksjer	136
Verdi etter egenkapitalmetoden	13 254 964
Verdiestimat pr. aksje	97 463

En verdi av selskapet på 13 254 964 kr gir en estimert verdi pr. aksje på 97 463 kr. Siden Bjørn Viggo Ottem og Bernt Birger Ottem eier 51 aksjer hver, vil 4 970 613 kr av verdien til selskapet allokere til hver av aksjonærene. Jens Kjartan Styve har de resterende 34 aksjene, hvor verdien av denne aksjeposten er på 3 313 742 kr. Tank har pr. 31.12.2010 en aksjekapital på 136 000 kr. Til sammen er det 136 aksjer i selskapet med pålydende verdi pr. aksje på 1360 kr. Dette er betydelig lavere enn den estimerte verdien etter egenkapitalmetoden.

8.4 Verdivurdering ved bruk av totalkapitalmetoden

For å finne verdien av Tank ved bruk av totalkapitalmetoden, må kontantoverskuddene til totalkapitalen først beregnes. Alle beregninger er utført i Excel.

Tabell 26: Kontantoverskudd til totalkapitalen

År	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Driftsresultat	1 876 484	1 972 542	2 073 402	2 179 305	2 290 503	2 407 261	2 552 057
- Skatt (28 %)	525 416	552 312	580 552	610 205	641 341	674 033	714 576
= Driftsresultat etter skatt (NOPLAT)	1 351 069	1 420 230	1 492 849	1 569 099	1 649 162	1 733 228	1 837 481
+ Avskrivninger	44 660	44 660	44 660	44 660	44 660	44 660	22 460
- Investeringer	0	0	0	0	0	0	0
+/- Endring i arbeidskapital	-992 307	25 235	26 496	27 821	29 212	30 673	32 207
= Kontantoverskudd til totalkapitalen	2 388 036	1 439 655	1 511 013	1 585 938	1 664 610	1 747 215	1 827 735

Med utgangspunkt i de beregnede kontantoverskuddene til totalkapitalen, kan vi finne verdien av Tank. For å finne ut hva verdien av selskapet er i dag, må kontantoverskuddene neddiskonteres til nåverdi.

$$\frac{2\,388\,036}{1,141} + \frac{1\,439\,655}{1,141^2} + \frac{1\,511\,013}{1,141^3} + \frac{1\,585\,938}{1,141^4} + \frac{1\,664\,610}{1,141^5} + \frac{1\,747\,215}{1,141^6} + \frac{1\,827\,735}{1,141^7}$$

$$\approx 7\,530\,243$$

Terminalverdien (steady state) finner man ved å bruke Gordons formel. Verdien må også neddiskonteres til nåverdi.

$$\frac{1\,827\,735 * 1,025}{\frac{0,141 - 0,025}{1,141^8}} \approx 5\,622\,039$$

Tabell 27: Verdi av Tank ved bruk av total kapitalmetoden

Nåverdi av kontantoverskuddene	7 530 243
+ Neddiskontert terminalverdi	5 622 039
- Rentebærende gjeld	0
= Verdi funnet ved total kapitalmetoden	13 152 282

Verdien av Tank funnet ved bruk av total kapitalmetoden er på 13 152 282 kr. For å se hvor mye verdien utgjør i forhold til eierandel i selskapet, kan den beregnede verdien fordeles på hver aksje.

Tabell 28: Verdiestimat pr. aksje ved bruk av total kapitalmetoden

Antall aksjer	136
Verdi etter total kapitalmetoden	13 152 282
Verdiestimat pr. aksje	96 708

En verdi av selskapet på 13 152 282 kr gir en estimert verdi pr. aksje på 96 708 kr. For Bjørn Viggo Ottem og Bernt Birger Ottem kan 4 932 108 kr av selskapets beregnede verdi fordeles til deres aksjeandel, mens 3 288 072 kr kan allokere til Jens Kjartan Styves 34 aksjer. Aksjekapitalen er på 136 000 kr pr. 31.12.2010. Dette tilsvarer 1360 kr pr. aksje og er betydelig lavere enn den beregnede verdien ved bruk av total kapitalmetoden.

8.5 Verdivurdering ved bruk av EVA – metoden

For å kunne gjøre en verdivurdering av Tank ved bruk av EVA-metoden, må en først beregne superprofittene. Avkastningskravet til egenkapitalen på 14,1 % benyttes i denne sammenhengen. Beregning av superprofittene skjer på følgende måte:

$$\text{Superprofitt} = \text{Resultat etter skatt} - \text{krav til avkastning av egenkapitalen}$$

Kravet til avkastning av egenkapitalen bygger på budsjettert bokført egenkapital. For å beregne fremtidig egenkapital i selskapet, har jeg valgt å ta utgangspunkt i en vekst på 5 %, noe som tilsvarer veksten i driftsinntektene og fremtidig årsresultat i fremtidsregnskapet. I dette ligger det en forutsetning om at de ikke blir utbetalt utbytte i denne perioden. Kravet til avkastning fremkommer ved å multiplisere fremtidig egenkapital med avkastningskravet til egenkapitalen. Alle beregninger er utført i Excel.

Tabell 29: Budsjettert bokført egenkapital og krav til avkastning av egenkapitalen

År	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Fremtidig egenkapital	1 924 650	2 020 883	2 121 927	2 228 023	2 339 424	2 456 395	2 579 215
Avkastningskrav	14,1 %	14,1 %	14,1 %	14,1 %	14,1 %	14,1 %	14,1 %
= Krav til avkastning av egenkapitalen	271 376	284 945	299 192	314 151	329 859	346 352	363 669

Når kravet til avkastning av egenkapitalen er funnet, trekkes dette kravet fra resultat etter skatt for å finne superprofittene.

Tabell 30: Fremtidige superprofitter

År	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Resultat etter skatt	1 365 037	1 434 198	1 506 817	1 583 067	1 663 130	1 747 196	1 851 449
- Krav til avkastning på egenkapitalen	271 376	284 945	299 192	314 151	329 859	346 352	363 669
= Superprofitt	1 093 661	1 149 253	1 207 625	1 268 916	1 333 271	1 400 844	1 487 780

Når superprofittene er beregnet, må disse neddiskonteres til nåverdi. Dette gjøres også ved å benytte avkastningskravet til egenkapitalen på 14,1 %.

$$\frac{1\,093\,661}{1,141} + \frac{1\,149\,253}{1,141^2} + \frac{1\,207\,625}{1,141^3} + \frac{1\,268\,916}{1,141^4} + \frac{1\,333\,271}{1,141^5} + \frac{1\,400\,844}{1,141^6} + \frac{1\,487\,780}{1,141^7}$$

≈ **5 318 137**

Terminalverdien (Steady state) finner man ved å bruke Gordons formel:

$$\frac{1\,487\,780 * 1,025}{\frac{0,141 - 0,025}{1,141^8}} \approx \mathbf{4\,576\,353}$$

Tabell 31: Verdi av Tank ved bruk av EVA-metoden

Bokført egenkapital pr. 31.12.2010	1 833 000
+ Nåverdi av kontantoverskuddene	5 318 137
+ Neddiskontert terminalverdi	4 576 353
= Verdi funnet ved EVA-metoden	11 727 490

Verdien av Tank ved bruk av EVA-metoden skrider seg til 11 727 490 kr. For å se hvor mye verdien utgjør i forhold til eierandel i selskapet, kan den beregnede verdien fordeles på hver aksje.

Tabell 32: Verdiestimat pr. aksje ved bruk av EVA-metoden

Antall aksjer	136
Verdi etter EVA-metoden	11 727 490
Verdiestimat pr. aksje	86 232

En verdi av selskapet på 11 727 490 kr gir en estimert verdi pr. aksje på 86 232 kr. For Bjørn Viggo Ottem og Bernt Birger Ottem kan 4 397 832 kr av selskapets verdi fordeles til deres aksjeandel, mens 2 931 888 kr kan allokere til Jens Kjartan Styves andel på 34 aksjer. På lik linje med egenkapital – og totalkapitalmetoden, er verdien funnet ved bruk av EVA-metoden betydelig høyere enn aksjekapitalen til selskapet. Aksjekapitalen er på 136 000 kr og fordeler seg med 1360 kr på hver aksje.

8.6 Oppsummering av verdiestimatene

Etter å ha gjennomført en verdivurdering av Tank ved bruk av tre forskjellige verdsettingsmetoder varierer verdiestimatene fra 11,7 millioner kr til 13,3 millioner kr. Dette kan illustreres i følgende tabell:

Tabell 33: Oppsummering av verdiestimatene

Verdsettingsmetode	Verdi	Verdi pr. aksje
Egenkapitalmetoden	13 254 964	97 463
Totalkapitalmetoden	13 152 282	96 708
EVA-metoden	11 727 490	86 232
Gjennomsnitt	12 711 579	93 468

Verdsettingsmetodene ga en gjennomsnittlig verdi av selskapet på 12 711 579 kr. Dette utgjør 93 468 kr pr. aksje. Det vil alltid være knyttet usikkerhet til verdivurderinger av selskap, især selskap hvor store deler av kunnskapen og kompetansen sitter i hodet på de ansatte. Det er i tillegg knyttet usikkerhet til størrelsen på de beregnede terminalverdiene for alle tre verdsettingsmetodene. Terminalverdien spiller en stor rolle i verdivurderingen, og for å vise hva verdien av selskapet ville vært uten denne verdien, har jeg laget en tabell som illustrerer dette.

Tabell 34: Verdien av Tank uten terminalverdi

Verdsettelsesmetode	Verdi	Verdi pr. aksje
Egenkapitalmetoden	7 589 960	55 809
Totalkapitalmetoden	7 530 243	55 369
EVA-metoden	7 151 137*	52 581
Gjennomsnitt	7 423 780	54 586

* = Verdi inkludert bokført egenkapital pr. 31.12.2010 (1 833 000 kr)

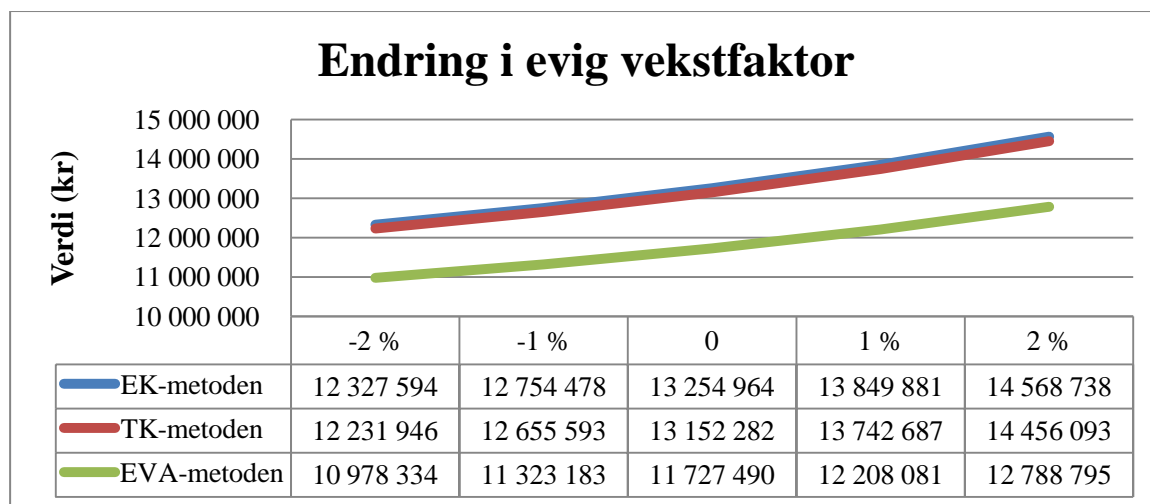
Tabell 34 viser at verdien av Tank vil være betraktelig lavere hvis terminalverdien holdes utenfor beregningene. Verdien funnet ved egenkapitalmetoden er redusert med 5 665 004 kr, noe som tilsvarer en reduksjon på 42,7 %. Totalkapitalmetoden uten terminalverdi er redusert med 5 622 039 kr. Dette tilsvarer også en nedgang på 42,7 %. Reduksjon i verdiestimatet ved bruk av EVA-metoden er på 4 576 353 kr (39 %).

8.7 Sensitivitetsanalyse

En verdivurdering bygger på en rekke antagelser og forutsetninger. Det er derfor knyttet stor usikkerhet til verdianslagene på Tank. For å finne ut hvor sensitiv verdiestimatene er for endringer i forutsetningene, kan man gjennomføre en sensitivitetsanalyse (Penman, 2007). Sensitivitetsanalysen vil kartlegge hvilke av forutsetningene som påvirker verdivurderingen, og graden av usikkerhet rundt disse. I denne sammenhengen vil endringer i forutsetningene bli gjort for evig vekstfaktor, avkastningskrav, arbeidskapital, driftsinntekter og kostnader.

8.7.1 Endring i evig vekstfaktor

Med utgangspunkt i Norges Bank sine estimer på fremtidig utvikling i konsumprisindeksen (KPI) og andre nøkkeltall i økonomien, valgte jeg en evig vekstfaktor på 2,5 % i verdivurderingen av Tank. For å finne ut hvor sensitiv verdiestimatene er for endringer i evig vekstfaktor, har jeg valgt å endre faktoren med +/- 1 % og +/- 2 %.

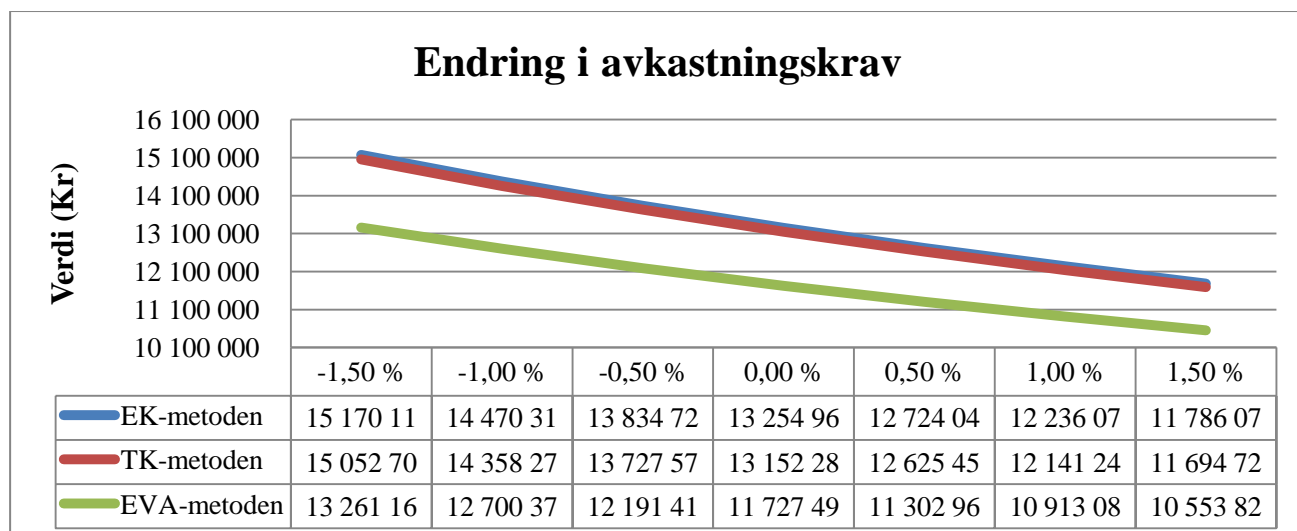


Figur 20: Endring i evig vekstfaktor

Figur 20 viser at endring i evig vekstfaktor påvirker i noe grad verdiestimatene av selskapet. Ved 1 % økning i evig vekstfaktor økes verdiene med mellom 4,1 % og 4,5 % for alle tre verdsettelsesmetodene. Egenkapitalmetoden har den største endringen fra opprinnelig verdi ved 2 % økning. Her har verdien økt med 1 313 774 kr til 14 568 738 kr. Dette tilsvarer en økning på 9,9 %. Ved en reduksjon i evig vekstfaktor på 1 %, reduseres verdien funnet ved hjelp av EVA-metoden med 404 307 kr, noe som tilsvarer en nedgang på 3,4 %.

8.7.2 Endring i avkastningskravet

Det ble tidligere i oppgaven valgt å bruke en integrert risikoanalysemodell og funnene fra CAPM til å beregne avkastningskravet til egenkapitalen. Med utgangspunkt i dette fikk jeg et avkastningskrav til egenkapitalen på 14,1 %. Siden avkastningskravet er bygget på en rekke forutsetninger, vil det kunne være utsatt for kritikk. Jeg ønsker å finne ut hvor sensitiv verdiestimatene er for endringer i avkastningskravet. Jeg har valgt å endre avkastningskravet med +/-0,5 %, +/-1,0 % og +/-1,5 %. Avkastningskravet til totalkapitalen (WACC) vil følge endringen i avkastningskravet til egenkapitalen. WACC vil være lik avkastningskravet til egenkapitalen da selskapet ikke har rentebærende gjeld i balansen.

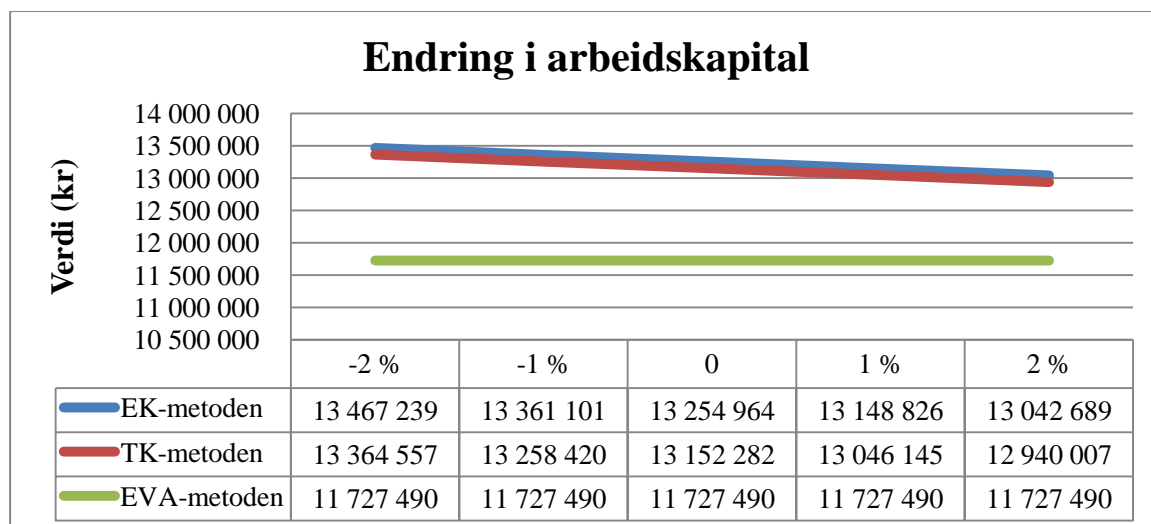


Figur 21: Endring i avkastningskravet

Ut fra figur 21 ser jeg at endring i avkastningskravet påvirker verdivurderingen i større grad enn endring i evig vekstfaktor. Ved bruk av egenkapitalmetoden vil en økning i avkastningskravet på 1 % gi en reduksjon i verdierestimatet på 7,7 %, mens en reduksjon på 1 % i avkastningskravet gir en økning i verdien tilsvarende 9,2 %. I totalkapitalmetoden reduseres verdierestimatet med 7,7 % ved en økning fra 14,1 % til 15,1 %. Ved å redusere avkastningskravet til 13,1 %, økes verdien med 9,2 %. EVA-metoden gir en redusert verdi på selskapet med 6,9 % når avkastningskravet økes med 1 %.

8.7.3 Endring i arbeidskapital

Arbeidskapital er en sentral størrelse i beregningene av kontantoverskuddene til egen – og totalkapitalen. I verdiberegningen av Tank satt jeg arbeidskapitalen til å utgjøre 6 % av driftsinntektene. Denne størrelsen endres med +/-1 % og +/-2 % for å se hvordan dette slår ut på verdianslagene av selskapet.

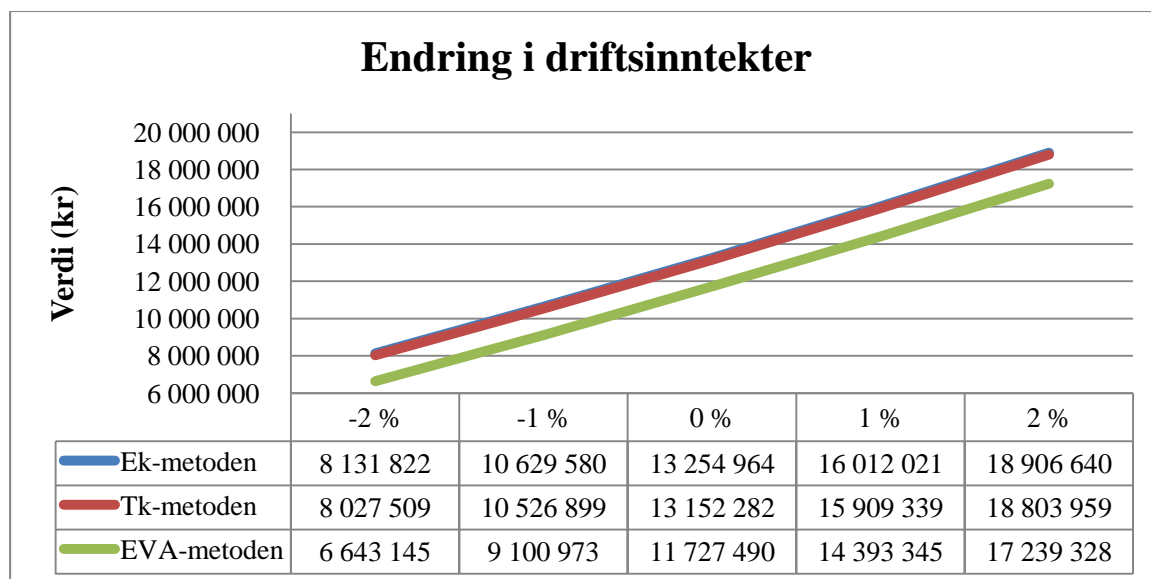


Figur 22: Endring i arbeidskapital

De beregnede verdiestimatene av Tank påvirkes i liten grad av endringer i størrelsen på arbeidskapitalen. Ut fra figur 22 ser vi at linjen som markerer verdien satt ved EVA-metoden er helt horisontal, noe som indikerer at det ikke har skjedd endringer fra opprinnelig verdi. Dette skyldes at arbeidskapital ikke er en del av EVA-metoden, og påvirker dermed ikke verdiestimatet. Ved +/- 2 % endres verdiestimatene beregnet etter egenkapital – og totalkapitalmetoden med 1,6 %.

8.7.4 Endring i driftsinntekter

Tank hadde en noe negativ utvikling i driftsinntektene for regnskapsårene 2008 og 2009. I 2010 ble den negative trenden snudd til enorm vekst. Med utgangspunkt i dette valgte jeg å sette en årlig vekst i driftsinntektene på 5 %. Jeg ønsker å finne ut hvor sensitiv de beregnede verdiestimatene er for endringer i driftsinntektene. Veksten i driftsinntektene har jeg valgt å endre med +/-1 % og +/- 2 %. Under verdiberegningene tidligere i kapitlet ble kostnadspostene satt til å utgjøre en prosentandel av driftsinntektene. I denne delen av sensitivitetsanalysen velger jeg å holde kostnadspostene konstant (på samme nivå som i fremtidsregnskapet) siden jeg forutsetter at prisene på bare tjenestene/produktene endres.

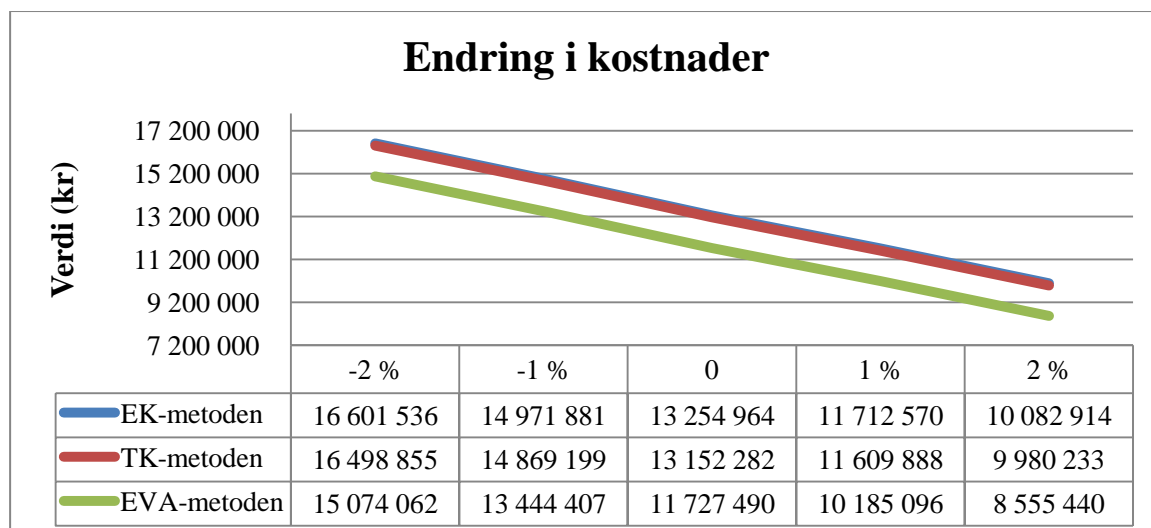


Figur 23: Endring i driftsinntekter

Det fremkommer av figur 23 at verdiestimatene er svært sensitiv for endringer i driftsinntektene. Verdien satt ved egenkapitalmetoden økes med 20,8 % til 16 012 021 kr ved 1 % økning i driftsinntektene. Verdiestimatet reduseres med 2 625 384 kr ved 1 % reduksjon i driftsinntektene. Dette tilsvarer en nedgang på 19,8 %. En økning i driftsinntektene på 1 % gir en økning verdiestimatet satt ved hjelp av totalkapitalmetoden på 21 %. Ved en reduksjon på 1 % reduseres verdien med 20 %. EVA-metoden er også sensitiv for endringer i driftsinntektene. En endring i veksten fra 5 % til 6 % øker verdien med 22,7 % til 14 393 345 kr.

8.7.5 Endring i kostnader

Kostnadenes størrelse spiller inn på verdivurderingen av Tank. Varekostnad, lønnskostnad og andre driftskostnader benyttet i fremtidsregnskapet, utgjør en prosentandel av driftsinntektene. Prosentandelene vil bli endret med +/- 1 % og +/- 2 % for å se hvordan dette spiller inn på verdivurderingen av selskapet. Netto finans og avskrivninger er holdt fast på samme nivå som i fremtidsregnskapet.

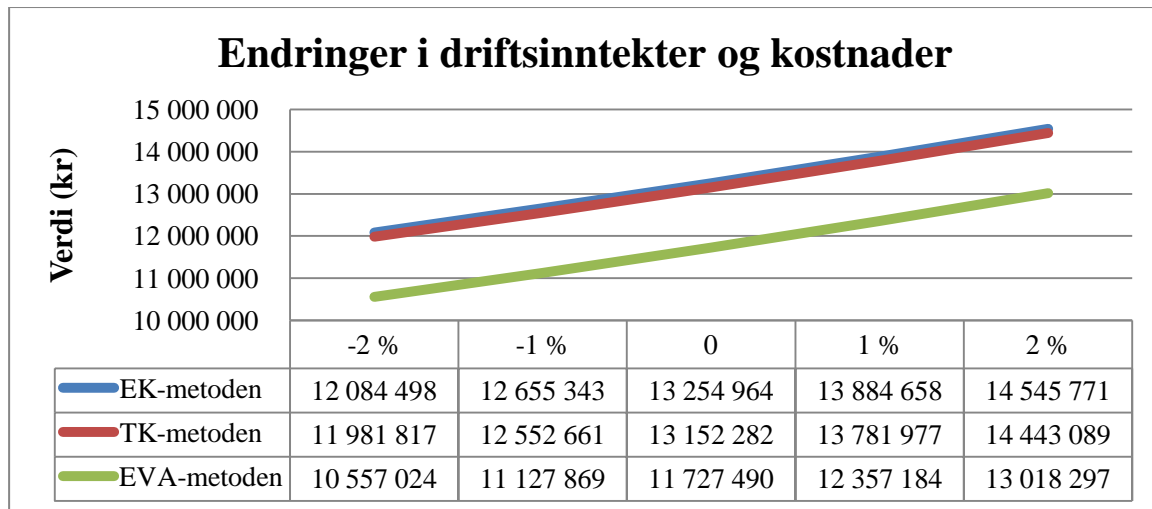


Figur 24: Endring i kostnader

Ut fra figur 24 ser vi at verdiestimatene er sensitiv for endringer i kostnadspostene. En økning i kostnadspostene på 1 % gir en reduksjon i verdien på 11,6 % ved bruk av egenkapitalmetoden. For total kapitalmetoden er reduksjonen på 11,7 %, mens ved bruk av EVA-metoden, reduseres verdien med 13,2 %. Ved 1 % reduksjon i kostnadspostene økes verdien på selskapet med mellom 13 % og 14,6 % avhengig av verdsettelsesmetode.

8.7.6 Endring i driftsinntekter og kostnader

Siden verddivurderingen av Tank er basert på at kostnadene utgjør en prosentandel av driftsinntektene, vil det være naturlig i en sensitivitetsanalyse å se hvor sensitiv verdiestimatene er for endringer i disse postene. Jeg velger å endre inntektene med +/-1 % og +/-2 % hvor kostnadene følger endringene i inntektene. I dette ligger det at kostnadene vil utgjøre de samme prosentdelene av driftsinntektene som under selve verddivurderingen. Netto finans og avskrivninger er holdt fast på samme nivå som i fremtidsregnskapet.



Figur 25: Endring i driftsinntekter og kostnader

Figur 25 viser at verdiestimatene er i noe grad sensitiv for endringer i driftsinntekter og kostnader. Verdiestimatene er dog ikke like sensitiv som tilfellet er når kostnadspostene holdes på samme nivå som i fremtidsregnskapet. Ved 1 % økning i driftsinntektene, endres verdiene beregnet ved bruk av egenkapital – og totalkapitalmetoden med 4,8 %. For EVA-metoden endres verdiestimatet med 5,4 %. Hvis veksten i driftsinntektene reduseres med 2 %, reduseres verdiestimatet kalkulert etter egenkapitalmetoden med 8,8 %. For totalkapitalmetoden reduseres verdiestimatet med 8,9 % til 11 981 817 kr. I EVA-metoden er verdien redusert fra 11 727 490 kr til 10 557 024 kr. Dette tilsvarer en nedgang på 10 %.

9. Diskusjon

Tank er et designbyrå med spesiell kompetanse innen grafisk og visuell kommunikasjonsdesign. I konkurranse mot både lokale og nasjonale designbyrå kaprer de stadig flere kunder. Dette henger sammen med selskapets voksende anerkjennelse både nasjonalt og internasjonalt. I løpet av 1. kvartal 2010 har Tank i fellesskap med sine kunder fått tildelt tre designpriser, blant annet Merket for god design av Norsk Designråd.

Det eksisterer ikke bransjetall da verken Tank eller konkurrentene er notert på Oslo Børs. Dette gjør utgangspunktet for en regnskapsanalyse vanskeligere. Siden bransjetall ikke er tilgjengelig har jeg valgt å bruke Tank sine nærmeste konkurrenter som rettesnor i analysen: Reibo AS, Rød Tråd AS og Melkeveien Designkontor AS. I regnskapsanalysen var fokuset å se nærmere på likviditet, soliditet og lønnsomhet. Likviditetsanalysen viser at Tank har en godkjent likviditet. Likviditetsgrad 1 er lavere enn anbefalt nivå for Tank, mens likviditetsgrad 2 oppfyller anbefalingen på over 1 alle årene. Konkurrentene hadde jevnt over god likviditet og ligger på et høyere nivå enn Tank. I 2010 forbedret Tank likviditeten betydelig fra 1,11 til 1,85. Veksten i likviditetsgraden kom av en kombinasjon av vekst i omløpsmidlene og reduksjon i kortsiktig gjeld. Soliditetsanalysen viser at Tank kommer dårligere ut enn konkurrentene. Dette skyldes at Tank i perioden 2006 til 2009 delte ut store deler av overskuddet i utbytte. Med overføringen av årsresultatet til annen egenkapital i 2010, er soliditeten betydelig forbedret. I forhold til konkurrentene har Tank en god lønnsomhet i hele analyseperioden. Driftsmarginen og total kapital – og egenkapitalrentabiliteten er meget god. Dette viser at finanskrisen hadde mindre påvirkning på selskapet i 2008 og 2009 enn hva tilfellet var for Reibo AS og Rød Tråd AS.

Den strategiske analysen kartla både de interne og eksterne forholdene til Tank ved hjelp av verdiverkstedet, PESTEL-analysen, Porters konkurransemodell og SWOT-analysen. Tank er et veletablert selskap og har mange lojale kunder. Kundeforholdene bygger på tillit, noe som er svært viktig i en bransje med mange konkurrenter. Det er de ansattes kunnskap (humankapitalen) som er selskapets største og viktigste konkurransefortrinn, men samtidig det største usikkerhetsmomentet for fremtiden. Humankapitalen er en del av den totale kunnskapskapitalen til selskapet, og det vil være viktig for Tank å opprettholde og bevare kunnskapen i selskapet. Hvis en eller flere av de ansatte slutter, er det stor sannsynlighet for at

en del av kunnskapskapitalen forsvinner. For å sikre at de ansatte blir værende i selskapet, er en mulighet å få en eller flere av de ansatte med på eiersiden i selskapet.

Alle virksomheter har eksterne omgivelser å forholde seg til. I disse omgivelsene eksiterer det forhold selskapet ikke har innflytelse over. Slik jeg ser det, er nye aktører i markedet i tillegg til å miste en eller flere av de viktigste kundene, de største truslene for Tank. Nye aktører i bransjen kan kapre markedsandeler, mens tap av kunder kan føre til redusert inntektsgrunnlag.

I denne oppgaven er den strategiske analysen svært viktig. Beregning av avkastningskravet til egenkapitalen vanskeligjøres da det ikke eksisterer beta-verdier for Tank eller bransjen. Med utgangspunkt i funnene fra den strategiske analysen beregnes avkastningskravet til egenkapitalen etter den integrerte risikoanalysemodellen og funnene fra CAPM. Med tanke på usikkerheten rundt de ansattes fremtid, humankapitalen som forsvinner ved endt arbeidsdag og trusselen for å miste noen av de største kundene, ble avkastningskravet satt til 14,1 %. Siden Tank ikke har rentebærende gjeld i balansen, vil avkastningskravet til totalkapitalen (WACC) også være på 14,1 %.

Verdivurdering av virksomheter er ingen eksakt vitenskap. En verdivurdering bygger på en del subjektive forutsetninger og vurderinger. I tillegg vil verdien av selskapet variere med om man ser det fra kjøpers eller selgers ståsted. De ansatte vil nok ha et annet utgangspunkt enn de nåværende eiere. Det samme gjelder for eventuelle eksterne investorer. Verdiestimatene jeg har fremlagt vil i mange sammenhenger bli sett på som en rettesnor og utgangspunkt for videre forhandlinger.

Selskapet økte driftsinntektene med nesten 37,7 % fra 2009 til 2010, mens årsresultatet forbedret seg med 79,8 %. Dette er en enorm vekst, og påvirker dermed verdivurderingen i stor grad. Jeg valgte å bruke regnskapene for de siste 5 årene (2006 til 2010) i estimeringen av fremtidig utvikling. Estimeringen munnet ut i et fremtidsregnskap. Med den høye veksten i driftsinntektene og det svært gode årsresultatet i 2010, er regnskapsåret med på å øke verdien av selskapet betydelig i forhold til tidligere år. Jeg har med vilje ikke overvurdert veksten i driftsinntektene i prognoseperioden og heller ikke undervurdert utviklingen i kostnadene. Dette er gjort i den hensikt å få en så objektiv verdivurdering som mulig av selskapet.

I oppgaven er det valgt å bruke de kontantstrømbaserte modellene i verdifastsettelsen av Tank. Valget henger sammen med at selskapets verdi avhenger av dets evne til å generere en netto kontantstrøm til aksjonærene og kreditorene. De kontantstrømbaserte modellene har

også sine ulemper. En av disse det er at det kan være vanskelig å få med verdien av kunnskapskapitalen i verdivurderingen. De tre verdsettelsesmetodene jeg har valgt å bruke i oppgaven er egenkapital – og totalkapitalmetoden og EVA-metoden. Verdivurderingen av Tank er gjort med utgangspunkt i funnene fra den strategiske analysen, regnskapsanalysen og fremtidsregnskapet. Verdiestimatene varierte fra 11,7 millioner kr til 13,3 millioner kr, og fordeler seg slik etter verdsettelsesmetode:

Tabell 35: Verdien av Tank ved bruk tre verdsettelsesmetoder

Verdsettelsesmetode	Verdi	Verdi pr. aksje
Egenkapitalmetoden	13 254 964	97 463
Totalkapitalmetoden	13 152 282	96 708
EVA-metoden	11 727 490	86 232
Gjennomsnitt	12 711 579	93 468

Ved å bruke egenkapitalmetoden fikk jeg en verdi av Tank på nesten 13,3 millioner kr. Verdsettelsesmetoden tar utgangspunkt i resultat etter skatt. Totalkapitalmetoden beregnet verdien til i underkant av 13,2 millioner kr. Metoden tar utgangspunkt i NOPLAT (driftsresultat etter skatt). Hovedforskjellen mellom metodene er betydningen av finansieringsstrukturen til selskapet. Egenkapitalmetoden tar hensyn til finansieringsstrukturen, mens totalkapitalmetoden ikke gjør det. Tank har i tidsrommet 2006 til 2009 utbetalt store deler av årsresultatet i utbytte, og har dermed ikke bundet kapital opp i driften. I denne perioden har de ikke renteinntekter og kostnader av betydning. Dette vil nå endre seg, da eierne har valgt å overføre årsresultatet på 1 584 000 kr fra 2010 til annen egenkapital i balansen. Tank har nå mer kapital bundet i driften enn tidligere, noe som kan føre til større renteinntekter hvis de ikke velger å foreta utdelinger av utbytte i årene som kommer. Siden totalkapitalmetoden ikke vil ta hensyn til de fremtidige renteinntektene, anser jeg egenkapitalmetoden for å gi den mest korrekte verdien av Tank.

Verdien av Tank ved bruk av EVA-metoden ble i overkant av 11,7 millioner kr. Verdsettelsesmetoden tar utgangspunkt i bokført egenkapital. Superprofitter er sentral i denne metoden, og trekkes fra når kontantoverskuddene skal beregnes. I EVA-metoden blir faktorer som avskrivning og arbeidskapital ikke tatt hensyn til. Dette innebærer at metoden i mindre grad vil være påvirket av forutsetninger og subjektive vurderinger enn tilfellet er i egenkapital – og totalkapitalmetoden.

Sensitivitetsanalysen er et viktig verktøy i enhver verddivurdering, og den skal finne ut hvor sensitiv de tre verdiestimatene er for endringer i forskjellige forutsetninger. Siden det beregnede avkastningskravet til egenkapitalen i stor grad beror på subjektive antagelser og vurderinger, er det viktig å finne ut hvor sensitiv verdiestimatene er for endringer i avkastningskravet. Andre faktorer som er tatt med i sensitivitetsanalysen var evig vekstfaktor, arbeidskapital, driftsinntekter og kostnader. De faktorene som hadde mest påvirkning på verdiestimatet, uavhengig av verdsettingsmetode, var endring i avkastningskravet, driftsinntekter og kostnader. Ved 1 % økning i avkastningskravet fra 14,1 % til 15,1 %, vil verdien fastsatt etter totalkapitalmetoden reduseres med i overkant av 1 million kr. Verdiestimatene er minst sensitiv for endringer i arbeidskapitalen. En vekst i arbeidskapitalen på 1 %, reduserer verdien satt ved egenkapitalmetoden med 0,8 %. Grunnen til at verdiestimatene er lite sensitive for endringer i arbeidskapitalen, skyldes primært at arbeidskapitalen utgjør lite i beregningen av kontantoverskuddet til egen – og totalkapitalen. Arbeidskapitalen inngår ikke i EVA-metoden og påvirker dermed ikke verdiestimatet.

10. Konklusjon

I denne oppgaven er det gjennomført en verdivurdering av Tank ved bruk av egenkapital – og total kapitalmetoden og EVA-metoden. Verdivurderingen er basert på en nærmere gjennomgåelse av selskapets regnskapstall for de siste årene i tillegg til utarbeidelse av både en strategisk analyse, regnskapsanalyse og et fremtidsregnskap.

Den valgte problemstillingen var som følger:

”Hva er verdien av Tank Design Tromsø AS pr. 31.12.2010?”

Ved bruk av ulike verdsettingsmetoder har jeg kommet frem til at verdien av selskapet varierer fra 11,7 millioner kr til 13,3 millioner kr med en gjennomsnittlig verdi på ca. 12,7 millioner kr. Den gjennomsnittlige verdien pr. aksje er på 93 468 kr. Egenkapitalmetoden ga en verdi på nesten 13,3 millioner kr for Tank, mens total kapitalmetoden fastsatte verdien til i underkant av 13,2 millioner kr. EVA-metoden beregnet verdien av selskapet til i overkant av 11,7 millioner kr. Terminalverdien utgjør en betydelig del av den totale verdien av selskapet for alle tre verdsettingsmetodene. Verdiestimatene reduseres med mellom 39 % og 42,7 % når terminalverdien holdes utenfor beregningene.

Med funnene gjort i både den strategiske analysen og regnskapsanalysen, mener jeg at selskapet går en spennende og lys tid i møte. De har fått et godt og bredt kundekartotek og genererer store inntekter fra flere av kundene sine. Jeg betrakter de ansattes kunnskap (humankapital) og faren for at en eller flere av de ansatte slutter, for å ha størst påvirkning på verdivurderingen av selskapet. Verdivurderingen er gjort med det formålet at den skal være et utgangspunkt i en forhandlingssituasjon. Det gjelder både når eierne skal få de ansatte med på eiersiden og ved et eventuelt salg til eksterne investorer. Ved et salg bør eierne av Tank på forhånd forberede dette på en best mulig måte. Jeg har i oppgaven lagt vekt på at det ligger en delt skjulte verdier i selskapet, især immaterielle eiendeler i form av kunnskapskapital. Potensielle kjøpere vil kunne gjennomføre en due diligence, og da vil det være viktig at styret og ledelsen kan fremlegge hvilke verdier selskapet er i besittelse av. På den måten vil de kunne kreve en høyere pris for selskapet.

Referanseliste

- Andersen, S.S. (1997), *Case-studier og generalisering: forskningsstrategi og design*, Fagbokforlaget, Bergen
- Aubert, V. (1965), *Det skjulte samfunn*, Pax, Oslo
- Boye, K. og Meyer, C.B. (2008), *Fusjoner og oppkjøp*, Cappelen Akademisk Forlag AS, Oslo
- Brealey, R.A., Myers, S.C. og Allen, F. (2011), *Principles of Corporate Finance*, McGraw-Hill, New York
- Bredesen, I. (2005), *Investering og finansiering*, Gyldendal Norsk Forlag AS, Oslo
- Bryman, A. og Bell, E. (2007), *Business research methods*, Oxford University Press, Oxford
- Bøhren, Ø. og Michalsen, D. (2006), *Finansiell økonomi*, Fagbokforlaget, Bergen
- Chen, J., Zhu, Z. og Xie, H.Y. (2004), "Measuring intellectual capital: a new model and empirical study", *Journal of intellectual capital*, Vol. 2 no. 1, pp. 195-212
- Copeland, T.E., Weston, J.F. og Shastri, K. (2005), *Financial Theory and Corporate Policy*, Pearson Education, London
- Dahl, G.A., Hansen, T., Hoff, R. og Kinserdal, A. (1997), *Verdsettelse i teori og praksis*, Cappelen Akademisk Forlag AS, Oslo
- Damodaran, A. (2002), *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*, John Wiley & Sons, New York
- Dimson, E., Marsh, P. og Staunton, M. (2006), "The Worldwide Equity Premium: A Smaller Puzzle", Working paper, London Business School
- Eklund, T. og Knutsen, K. (2003), *Regnskapsanalyse med årsoppgjør*, Gyldendal Norsk Forlag AS, Oslo
- Gjesdal, F. og Johnsen, T. (1999), *Kravsetting, lønnsomhetsmåling og verdivurdering*, Cappelen Akademisk Forlag AS, Oslo
- Gottschalk, P. (2003), *Ledelse av intellektuell kapital: Kunnskapskapital gjennom ressursbasert strategi*, Universitetsforlaget, Oslo

- Gripsrud, G., Olsson, U.H. og Silkoset, R. (2004), *Metode og dataanalyse: med fokus på beslutninger i bedrifter*, Høyskoleforlaget, Kristiansand
- Guba, E.G. og Lincoln, Y.S. (1985), *Naturalistic Inquiry*, Sage Publications, London
- Guba, E.G. og Lincoln, Y.S. (1989), *Fourth Generation Evaluation*, Sage Publications, London
- Hansen, Ø., Ottesen, L. og Øyen, A.H. (2005), *Finansregnskap med analyse*, Gyldendal Norsk Forlag AS, Oslo
- Hoff, K.G. (2010), *Driftsregnskap og budsjettering*, Universitetsforlaget, Oslo
- Jacobsen, D.I. (2005), *Hvordan gjennomføre undersøkelser? Innføring i samfunnsvitenskapelig metode*, Høyskoleforlaget, Kristiansand
- Johannessen, A., Kristoffersen, L. og Tufte, P.A. (2004), *Forskningsmetode for økonomisk-administrative fag*, Abstrakt forlag, Oslo
- Johnson, G., Scholes, K. og Whittington, R. (2008), *Exploring Corporate Strategy*, Prentice Hall, Harlow
- Koller, T., Dobbs, R. og Huyett, B. (2011), *Value: The Four Cornerstones of Corporate Finance*, John Wiley & Sons, New Jersey
- Koller, T., Goedhart, M. og Wessels, D. (2005), *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*, John Wiley & Sons, New Jersey
- Kotler, P. (2005), *Markedsføringsledelse*, Gyldendal Norsk Forlag AS, Oslo
- Kristoffersen, T. (2005), *Årsregnskapet - en grunnleggende innføring*, Fagbokforlaget, Bergen
- Lev, B. (2001), *Intangibles: Management, Measurement, and Reporting*, The Brookings Institution, Washington DC
- Marr, B. (2005), *Perspectives on Intellectual Capital: Multidisciplinary Insights into Management, Measurement, and Reporting*, Elsevier Butterworth Heinemann, Oxford

Norsk Finansanalytikerforening (2002), *Anbefalte retningslinjer for tilleggsinformasjon om verdiskapning*, Oslo

Penman, S.H. (2007), *Financial statement analysis and security valuation*, McGraw-Hill, London

Porter, M.E. (1980), *Competitive Strategy: Techniques for Analyzing Industries and Competitors*, The Free Press, New York

Porter, M.E. (2001), "Strategy and the internet", *Harvard Business Review*, Vol. 79 no. 3, pp. 62-78

Roos, G., Krogh, G.V., Roos, J. og Fernström, L. (2005), *Strategi – en innføring*, Fagbokforlaget, Bergen

Ryan, B., Scapens, R.W. og Theobald, M. (2002), *Research Method & Methodology in Finance & Accounting*, South-Western Cengage Learning, London

Schjølberg, O. (2009), "Finansteori anvendt i praksis: Noen grunnleggende problemer illustrert av kapitalverdimodellen", *Magma* 8, pp. 55-62

Stabell, C.B. og Fjeldstad, Ø.D. (1998), "Configuring value for competitive advantage: on chains, shops, and networks", *Strategic Management Journal*, Vol. 19, pp. 413-437

Tellefsen, J.T. og Langli, J.C. (2005), *Årsregnskapet*, Gyldendal Norsk Forlag AS, Oslo

Yin, R.K. (2003), *Case Study Research: Design and Methods*, Sage Publication, London

Websider:

[1] Antall aksjeselskap i Norge. Brønnøysundregisteret. Web-side: http://www.brreg.no/organisasjon/2009/Br_aarsmelding2009.pdf Hentet 6. januar 2011

[2] Mål, visjon og historie. Tank. Web-side: <http://www.tank.no/site/> Hentet 1. mars 2011

[3] Fra Fruktsjamp til Fruktsjimpanse. Nordlys. Web-side: <http://www.nordlys.no/nyheter/article3062627.ece> Hentet 24. februar 2011

- [4] Generell informasjon om Tank og næringsgruppering (NACE). Proff. Web-side: <http://www.proff.no/proff/search/companyDetails.c?freeText=tank+design+tr oms%F8+as&bc=0&c=Z0GUBH0D&org=984368798> Hentet 7. februar 2011
- [5] Oversikt over antall ansatte, omsetning og virksomheter i designbransjen. SSB. Web-side: http://www.ssb.no/aarbok/saa_2010.pdf Hentet 21. januar 2011
- [6] Mandat og politiske føringer. Nærings – og handelsdepartementet. Web-side: <http://www.norskdesign.no/om-oss/mandat-og-politiske-foeringer-article12216-148.html> Hentet 22. februar 2011
- [7] Fakta og formål. Norsk Designråd. Web-side: <http://www.norskdesign.no/fakta-om-oss/category8329.html> Hentet 22. februar 2011
- [8] Nyttetjeneste for det norske næringsliv. Proff. Web-side: <http://www.proff.no> Hentet 1. februar 2011
- [9] Forklaring av NIBOR. Norges Bank. Web-side: http://www.norges-bank.no/templates/article___11598.aspx#nibor Hentet 24. februar 2011
- [10] Opprør i designbransjen. Kreativ Forum. Web-side: <http://www.kreativtforum.no/default.aspx?ID=News&guid=9711a233-9c3b-4800-91c9-54d553f9d223> Hentet 31. mars 2011
- [11] Frivillig revisjon for små aksjeselskap. Infotjenester AS. Web-side: <http://www.infotjenester.no:80/Main.aspx?CID=18221> Hentet 31. januar 2011
- [12] Oversikt over rentemøter og endringer i styringsrenten. Norges Bank. Web-side: <http://www.norges-bank.no/no/prisstabilitet/rentemoter/styringsrenten/styringsrenten-oversikt-over-rentemoter-og-endringer-i-styringsrenten/> Hentet 6. mai 2011
- [13] Forventet utvikling i styringsrenten i Norge. Norges Bank. Web-side: <http://www.norges-bank.no/no/prisstabilitet/rentemoter/styringsrenten/> Hentet 11. april 2011
- [14] Moderat vekt i Fastlands-Norge. SSB. Web-side: <http://www.ssb.no/knr/> Hentet 11. april 2011

- [15] Norgeskart og BNP per innbygger i 2007. SSB. Web-side: <http://www.ssb.no/regnskap/> Hentet 25. april 2011
- [16] Frykter at ny finanskriser kan være på vei. Dagens Næringsliv. Web-side: <http://www.dn.no/forsiden/utenriks/article2126609.ece> Hentet 23. april 2011
- [17] Anslag på utviklingen i KPI. Norges Bank. Web-side: http://www.norges-bank.no/templates/article_12123.aspx Hentet 19. april 2011
- [18] Klar konjunkturoppgang i sikte. SSB. Web-side: <http://www.ssb.no/okind/> Hentet 19. april 2011
- [19] Daglige noteringer av statsobligasjonsrenter. Norges Bank. Web-side: <http://www.norges-bank.no/no/prisstabilitet/rentestatistikk/statsobligasjoner-rente-daglige-noteringer/> Hentet 19. april 2011
- [20] Risikopremien for Oslo Børs. Espen Sirnes. Web-side: <http://espensirnes.blogspot.com/2010/05/risikopremien-for-oslo-brs-1915-2009.html> Hentet 13. januar 2011

Vedlegg

Vedlegg 1: Intervjuguide

Intervjuguide med daglig leder av Tank Design Tromsø AS

Følgende tema med tilhørende spørsmål og åpne svar vil bli spurt om i fast rekkefølge:

Tema 1: Tank Design Tromsø AS og designbransjen

Hvilke historiske hendelser i Tank vil du trekke frem, og hvor står dere i dag?

Hva kan du generelt si om designbransjen?

Hvilke designbyrå konkurrerer dere med?

Noen designbyrå på landsbasis dere vil spesielt trekke frem?

Tema 2: Interne forhold i Tank Design Tromsø AS

Hva er strategien til Tank?

Hvordan vil du beskrive prosessen fra kunden kontakter dere med et problem til løsningen på problemet er vurdert og kontrollert?

Stikkord:

- Identifisere problemet
- Erverve retten til å løse problemet
- Problemløsning
- Valg mellom ulike løsninger
- Implementering av løsning
- Vurdering og kontroll av løsning

Hvordan vil du beskrive følgende støtteaktiviteter i organisasjonen?

- Ledelse, organisasjon og styring
- Menneskelig ressursutvikling (kurs, opplæring, arbeidsmiljø, kompetanse)
- Innkjøp (produksjonsmateriell)
- Teknologiutvikling (arbeidsverktøy, alder på teknologisk utstyr)

Tema 3: Eksterne forhold i markedet rundt Tank Design Tromsø AS

På hvordan måte har finanskrisen påvirket dere?

Hvordan vil du karakterisere den teknologiske utviklingen i samfunnet opp mot deres virksomhet?

Hvem er kundene deres og hvilke er de største kundene?

Hvilke substitutter eksisterer til produktene/tjenestene dere leverer?

Hvem er deres leverandører og hvor avhengige er dere av dem?

Hvordan vil du karakterisere inngangsbarrierene i bransjen?

Stikkord:

- Kapitalbehov
- Byttekostnader
- Tilgang til distribusjonskanaler

Vedlegg 2: Resultatregnskap og balanse for 2005 til 2010

Resultatregnskap for Tank Design Tromsø AS

År	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Sum Salgsinntekter	5 273 000	5 427 000	6 447 000	6 067 000	5 818 000	8 009 000
Annen driftsinntekt	1 000	0	10 000	0	1 000	2 000
Sum driftsinntekter	5 274 000	5 427 000	6 457 000	6 067 000	5 819 000	8 011 000
Varekostnader	1 416 000	1 043 000	1 752 000	1 271 000	642 000	1 190 000
Lønnskostnader	1 751 000	2 458 000	2 770 000	2 849 000	3 059 000	3 504 000
Avskrivninger	10 000	16 000	16 000	16 000	14 000	13 000
Nedskrivninger	0	0	0	0	0	0
Andre driftskostnader	714 000	1 013 000	1 101 000	887 000	870 000	1 126 000
Sum driftskostnader	3 891 000	4 530 000	5 639 000	5 023 000	4 585 000	5 833 000
Driftsresultat	1 383 000	897 000	818 000	1 044 000	1 234 000	2 178 000
Annen renteinntekt	5 000	17 000	26 000	32 000	17 000	14 000
Annen finansinntekt	0	0	0	0	0	0
Sum finansinntekter	5 000	17 000	26 000	32 000	17 000	14 000
Annen rentekostnad	1 000	4 000	0	1 000	1 000	3 000
Annen finanskostnad	0	0	0	0	0	0
Sum finanskostnader	1 000	4 000	0	1 000	1 000	3 000
Netto finansposter	4 000	13 000	26 000	31 000	16 000	11 000
Ordinært resultat før skattekostnad	1 386 000	911 000	844 000	1 075 000	1 250 000	2 189 000
Skattekostnad på ordinært resultat	392 000	260 000	270 000	272 000	369 000	605 000
Årsresultat	994 000	651 000	574 000	803 000	881 000	1 584 000
Avsatt utbytte	0	742 000	575 000	762 000	869 000	0
Overføring til/fra egenkapital	994 000	-91 000	-1 000	41 000	12 000	1 584 000
Sum overføringer	994 000	651 000	574 000	803 000	881 000	1 584 000

Balanseregnskap for Tank Design Tromsø AS

År	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Eiendeler						
Anleggsmidler						
Maskiner og utstyr	0	0	0	0	0	179 000
Driftsløsøre/Inventar/utstyr	66 000	51 000	35 000	19 000	6 000	157 000
Sum anleggsmidler	66 000	51 000	35 000	19 000	6 000	336 000
Sum varige driftsmidler	66 000	51 000	35 000	19 000	6 000	336 000
Omløpsmidler						
Kundefordringer	642 000	899 000	904 000	1 323 000	842 000	1 739 000
Andre fordringer	36 000	0	4 000	0	0	52 000
Sum fordringer	679 000	899 000	908 000	1 323 000	842 000	1 791 000
Kasse/bank/post	1 449 000	1 010 000	1 005 000	1 020 000	1 632 000	1 459 000
Sum omløpsmidler	2 128 000	1 909 000	1 913 000	2 342 000	2 474 000	3 250 000
Sum eiendeler	2 194 000	1 960 000	1 948 000	2 361 000	2 480 000	3 586 000
Egenkapital og gjeld						
Egenkapital						
Aksjekapital	102 000	136 000	136 000	136 000	136 000	136 000
Overkursfond	0	34 000	34 000	34 000	34 000	34 000
Sum innskutt egenkapital	102 000	170 000	170 000	170 000	170 000	170 000
Annen egenkapital	996 000	26 000	25 000	66 000	79 000	1 663 000
Sum opptjent egenkapital	996 000	26 000	25 000	66 000	79 000	1 663 000
Sum egenkapital	1 098 000	196 000	195 000	236 000	249 000	1 833 000
Gjeld						
Utsatt skatt	2 000	1 000	0	0	0	0
Sum langsiktig gjeld	2 000	1 000	0	0	0	0
Leverandørgjeld	147 000	195 000	74 000	119 000	196 000	74 000
Betalbar skatt	391 000	261 000	271 000	272 000	369 000	604 000
Skyldige offentlige utgifter	244 000	288 000	337 000	502 000	505 000	718 000
Utbytte	0	742 000	575 000	762 000	869 000	0
Annen kortsiktig gjeld	312 000	277 000	496 000	470 000	292 000	357 000
Sum kortsiktig gjeld	1 094 000	1 763 000	1 753 000	2 125 000	2 231 000	1 753 000
Sum gjeld	1 096 000	1 764 000	1 753 000	2 125 000	2 231 000	1 753 000
Sum egenkapital og gjeld	2 194 000	1 960 000	1 948 000	2 361 000	2 480 000	3 586 000